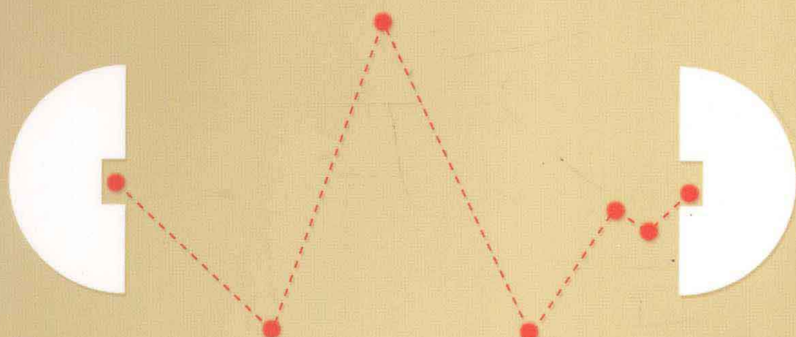
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百读不厌，发人深省，道破天机。
——爱德华·钱思勒 (Edward Chancellor)

VALUE INVESTING

TOOLS AND TECHNIQUES FOR INTELLIGENT INVESTMENT



价值投资

通往理性投资之路

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

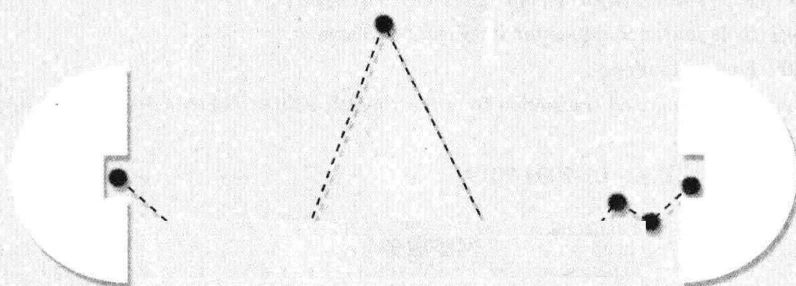
WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百读不厌，发人深省，道破天机。
——爱德华·钱思勒 (Edward Chancellor)

VALUE INVESTING

TOOLS AND TECHNIQUES FOR INTELLIGENT INVESTMENT



价值投资

通往理性投资之路

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS
WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这本价值非凡的新书中，作为一位备受尊重同时也备受争议的价值投资者和行为分析师，詹姆斯·蒙蒂尔告诉我们，价值投资是唯一行之有效、经过实践检验、能为投资者创造长期可持续收益的投资策略。

詹姆斯告诉您，在商学院学到的东西何以成为谬论；如何正确思考市场估价和风险，如何避免成长型投资的危险；如何成为一个反向投资者；如何做空股票；如何规避价值陷阱；以及如何通过廉价保险规避无知的弊端。最重要的是，他还用 2008 ~ 2009 年金融危机背景下的现实案例阐述了这些观点。

在这本书中，詹姆斯奉献出他在长期实践中积累起来的心得和经验，并为我们在实践中成功诠释价值投资策略提供了最新、最尖端的工具。

本书提供的工具有助于我们以新的思维方式认识投资，克服那些经常诱使我们偏离价值正轨的情绪干扰，最终以与众不同的思维和行为将价值原则付诸实践。

Value Investing: tools and techniques for intelligent investment.

Copyright©2009 James Montier

All Rights Reserved. Authorised translation from the English edition Published by John Wiley&Sons, Ltd.

版权所有，侵权必究。

本书引进版权登记号：图字：01-2009-7019

图书在版编目（CIP）数据

价值投资：通往理性投资之路/（美）蒙蒂尔（Montier，J.）著；刘寅龙译. —北京：机械工业出版社，2011.4

Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment

ISBN 978-7-111-33550-4

Ⅰ.①价… Ⅱ.①蒙… ②刘 Ⅲ.①股票投资 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 031131 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）
策划编辑：李新妞 责任编辑：李新妞 李 岩
责任校对：侯 灵 责任印制：杨 曦
北京双青印刷厂印刷
2011 年 4 月第 1 版 · 第 1 次印刷
180mm × 250mm · 21.25 印张 · 1 插页 · 452 千字
标准书号：ISBN 978-7-111-33550-4
定价：58.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务
社服务中心：（010）88361066
销 售 一 部：（010）68326294
销 售 二 部：（010）88379649
读者服务部：（010）68993821

网络服务
门户网：http://www.cmpbook.com
教材网：http://www.cmpedu.com

封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　　言

之所以会有人创作和阅读像詹姆斯·蒙蒂尔的《价值投资》这样的投资书籍，是因为它们能带来财富。有些书观点清晰，方法可鉴，丝毫没有辜负读者的期望，比如乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）的《你也能成为市场天才》（*You Can Be A Stock Market Genius*）。但更多的书却以不言自明的方式，给投资者带来更深刻、更富于回味空间的启发。但不管是什么样的书，它们都要面对投资世界唯一却最重要的问题。只有在美国幽默大师盖瑞森·凯勒（Garrison Keillor）虚构的明尼苏达州乌比冈湖（Lake Wobegon）小镇，所有投资者才能无一例外地超越市场大盘。在未扣除管理费用和交易成本之前，所有投资者的平均回报率在数学上必然等于全部投资资产的平均收益率。当然，我们强调的并不是曾主宰投资领域、而现在却备受质疑的学术假设：市场是有效的。除非有绝好的运气，否则，任何人都不应奢望战胜体现于市场价格中的群体智慧。有些个人投资者，尤其是沃伦·巴菲特，确实取得了持续大幅超越市场平均水平的骄人业绩。但不可忽视的是，在一部分投资者取得超额回报的同时，必然对应着其他人只能获得低于平均水平的回报。

我们或许可以换一种方式说：每当本书的读者买入一项资产，并认为能在未来取得超额收益时，就会有另一位投资者认为这项资产在未来只能带来相对较低的收益，并据此卖出这项资产。他们之间肯定有一个人是错误的。因此，任何合理而稳健的投资过程，首先必须回答这样一个问题：你为什么会成为交易的一方。在某种程度上，这也是每一项投资的出发点。比如说，多年来，哈佛商学院始终围绕“你的优势何在?”问题，设计他们的投资管理课程。遗憾的是，这样的措辞似乎并没有挑战性。每个人都觉得自己不乏优势。在詹姆斯·蒙蒂尔的学生中，超过80%的学生认为自己的成绩会排名全班前50%。顺便说一下，这些学生都还算谦虚。而我对自己的学生进行这项调查时，通常会有90%以上的学生预计自己将排名在前50%（可见，我的分类显然比詹姆斯更宽松）。95%以上的被调查对象通常会认为，他们比一般人更具幽默感。从定义上说，收入更高、自我意识更强烈的投资管理者，肯定认为他们高人一等。即便是那些为自己而投资的业余投资者，也希望以超过市场指数的业绩，补偿他们为此而付出的时间和精力。任何“优势”都必须能禁得起严格的检验。但实践却告诉我们：至少有一半的“优势”根本就不存在。

但是从另一种意义上说，这个“自己优势何在”的问题也极为苛刻。而超过75年有史可鉴的实践告诉我们，一种精确且严格的投资方法，始终能以巨大的优势超越大盘。这些被称之为“价值投资”的方法，也正是这本巨作的主题。

我们之所以要重新诠释这些真理（采取一种寓教于乐的新颖方式），主要是因为只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有极少数投资者才能以系统化方式演绎这些真理；并且这个群体正在随着时间的推移而缓慢扩大。此外，价值投资原则的有效实施，是一个不断深化的过程，在这个过程中，投资者越来越深刻地体会它所包含的要素，以越来越完善的方式把这些原则运用于实践。而本书则在这两个方面作出了卓越的贡献。

让投资者始终能取得3%超额收益率的根本“优势”，植根于个别投资行为的心理。其中，以下三个因素最为关键。

第一个因素是很多投资者总是在追求更高的收益率，而不考虑他们要为此付出高于平均水平的成本。彩票存在于我们所了解的每一种社会形态中，它往往可以成为一笔丰厚的投资。而成长股就是投资领域的彩票——比如微软、英特尔、思科以及其他曾在互联网时代给人们带来无限遐想的股票。而蒙蒂尔则再一次告诉我们，无论是在美国市场、其他成熟市场，还是在最近的新兴市场上，此类股票组合的收益均低于市场大盘。而寻找成长股和魅力股的必然结果，就是低估那些低增长率、前景不明、有可能令人失望的投资。

第二个因素是损失厌恶情绪，它进一步巩固了第一个因素中所提到的偏见。和现实生活中的任何人一样，投资者也会不理智地刻意规避可能招致损失的不利局面，甚至会自欺欺人地人为夸大收益。心理学研究为我们揭示了一种危险的心理倾向：想象中的确定收益必然会带来确定的收益。同样条件下，只要有人说某种风险注定会带来确定的损失，那么，在这种“损失”预期的驱动下，投资者就会远离这些风险。在投资领域，这意味着，在受到威胁的行业或环境下，业绩不佳的难堪股票注定难逃被抛弃的命运，投资者根本就不会考虑未来的上涨潜势能否补偿为此承受的痛苦。因此，这样的股票总会成为超卖对象，但正像蒙蒂尔说的那样，此类股票的组合在每个国家、每个时间段均实现了超越大盘的业绩。

第三个因素则是人类特有的心理趋向，它进一步强化了前两个要素。和所有人一样，投资者同样不善于应付不确定性，而且在不确定环境下的表现极其拙劣。最简单、最明显的表现，就是在试验和现实市场中，即便不确定性小得可以忽略不计，但是为了保证确定性，投资者也会不可思议地接受超低回报。他们总是以凭空而来的信心，用历史趋势去推导未来。他们对待时髦股票的方式，似乎让我们觉得这种股票的魅力绝对是毋庸置疑的；而对于那些缺乏吸引力的股票，似乎注定会以失败而告终。更糟糕的是，他们会以各种各样的方式遏制不确定性。但就像詹姆斯·蒙蒂尔剖析的那样，现实生活要远比这更复杂，更难以预料。美好的幻想和雄伟的野心也会跌入尘埃，而起死回生的故事同样不计其数。这样做的最终结果，无非是对魅力股的高估以及对问题股的低估。那些回避前者、偏爱后者的投资者，必须克服这些根深蒂固的心理趋向。因此，价值投资者属于少数派或者说极少数派，这个事实不应该让我们感到意外。

机构投资者则再次强化了人类的这种固有趋向。身处群体总比脱离群体更让人感到温馨而惬意。在本质上，机构投资者关注的对象完全等同于散户投资——被高估的股票。这种偏见在机构投资者的身上得到了进一步提升。因投资者惯性而达到或接近同行水平的投资公司，其管理的资产往往不会遭受重大损失，尽管其长期业绩可能很难堪。如果一名基金经理的业绩极端低劣，那么结果就更可怕了。因此，简单的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓解心理偏好会促使基金经理完全照搬竞争对手的组合。此外，机构投资者还要营销自己，而最有效的营销方式无非是杜撰美妙动人的投资故事：隐藏最基本的不确定性，炫耀一鸣惊人的成功者，让每个人都知道，他们在刻意规避缺乏吸引力的环境——也就是所谓的“装饰门面”（window dressing，意为弄虚作假）。在这个过程中，他们不仅复制了散户投资者的心理偏见，甚至有过之而无不及。

此外，机构投资者喜欢兜售所谓的“可靠”方法——他们把极度复杂的数学计算包含于其中，但这些模型在实践中的价值却难以服人。他们把未来的预测精确到小数点之后，以炫耀他们在统计、经济和产业方面的技能和专长。他们根据已经过时的悖论构建出复杂的计量模型，如资本资产定价模型（CAPM），显示他们精通风险管理和投资领域的最新技术。而他们的衍生策略更是把数学的精确性和复杂性发挥到了极致。但是，他们却忽略了不可更改的历史规律、最基本的定性经济原则以及现实中不可避免的不确定性。詹姆斯·蒙蒂尔尤其擅长揭露这些方法的缺陷，以及它们为其他投资者创造的机会。

上述平均回报的实现，并不是投资业绩的唯一衡量标准。风险的重要性同样不容忽视，而本书在风险缓解方面的探讨尤其值得关注。平均回报的总和，就是所有投资者的全部收益，同样，一个经济体的总体风险，也就是全体投资者共同承担的风险。但相比于平均收益，质量低劣的投资则会招致更高的风险。最典型的例子就是赌博，无论是赌场还是衍生品市场，它们都会招致通过理性行为可以规避的额外风险。遗憾的是，大多数投资者的行为倾向于扩大风险，而不是减小风险。在现实的投资世界，第二重要的事实或许就是，一般情况下，投资基金的平均回报率要比按基金规模计算的加权收益率高出600个基点（即，规模为20亿美元的基金在计算年收益率时，其权重相当于10亿美元基金的2倍）。在一定程度上，这会促使投资者选择较大规模的基金。但这也意味着，投资者往往会在错误的时间买入基金或是卖出基金。而这些错误的行为，又进一步加剧了风险。正如詹姆斯·蒙蒂尔指出的那样，对于任何一种有价值的风险缓解策略，非潮流驱动的自律性行为都是最核心的要素。

分散化投资同样至关重要。无论把风险定义为偏离趋势的离差，还是资本的永久性损失，分散化组合的抗贬值风险均低于集中化组合。大多数导致投资盈利能力遭受永久性破坏的事件，往往集中于某些特定的企业、行业或者国家，比如导致患者死亡的药品、濒临衰亡的报业或军队控制的国家。股票数量不超过5个的组合，往往会给投资者带来难以忍受的损失。而成分股数量达到50个的时候，这种集中风险的效应几乎可以忽略不计。

但这并不等于说，一定要采取完全的分散化，因为它意味着买进整个股票市场，这无疑等于放弃了价值策略的优势。但投资者还是需要足够的分散化程度——至少持有15只股票，并保证这些股票分散于不同的行业和国家，只有这样，才能兑现分散化带来的风险削减效应。除了自律和分散化之外，只要投资者能规避为热门股支付过高的价格，那么，永久性损失的唯一来源就是永久性的负面宏观环境。詹姆斯·蒙蒂尔指出，这种情况极为罕见。但是，按照严格价值策略构建起来的分散化组合，依旧能在总体上取得正收益，20世纪90年代的日本就是这种情况。像“大萧条”这样的负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观环境，它确实造成了近似于永久性的损失。不过，尽管我们不能精确预测到这样的负面市场形势——尤其是投资时机的预测，但它们似乎不无前兆——在危机之前相当长的时间内，大多数投资者对这种风险置若罔闻。在这种环境下，投资者可以用保值型股票、短期政府债券、现金和黄金构建组合，购买具有保值特性的资产，尤其是投资者认为总体宏观风险较低时价格较低的衍生工具，它们在规避资产大幅贬值方面的作用不容忽视。始终关注风险概念的詹姆斯·蒙蒂尔在发现和总结这些策略方面，绝对功不可没。

因此，本书在总体上为投资者揭示了如下四点启示。第一，它以令人信服的系统化方式，总结了理性投资实务的基本原则；第二，它以大量的历史数据和实验数据验证了这些原则；第三，它以简洁明了的方式，告诉我们如何将这些原则付诸实践；第四，同时也是最能体现寓教于乐的一点，就是大量的重复性阐述。尽管最后一点似乎不应该成为特点，但它恰恰是本书最重要的特点之一。我在教学中发现，如果你向学生强调的次数不足四次，大多数学生会忘记课程的要点。到底是因为价值投资法违背多数人的思维倾向，还是因为他们的关注不够，其中的原因不得而知。但不管是哪一种情形，重复都是有效传递价值原则的必要手段，在本书中，詹姆斯·蒙蒂尔在这一点上的表现令人钦佩。

鲁斯·格林瓦德（Bruce Greenwald）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

第一部分　商学院的教诲何以成为满盘谬论

按理说，我应该把第一部分第一章的题目换成“商学院的教诲何以成为满盘谬论（除非你在哥伦比亚大学）”。不过，我觉得“早餐前的第六感”这个题目也算说得过去。

传统金融理论的优雅和魅力是无法抵御的，因此，价值投资不仅需要我们彻底摒弃传统组合理论（MPT）乃至其所有的工具和技术。在现实生活中，只有投资者不把 MPT 生搬硬套到投资实践中，我就不会为之而烦恼。遗憾的是，这恰恰是我们在现实中最经常看到的事情。MPT 的清规戒律最终成为束缚投资者的桎梏。它让我们偏离真正决定成败的关键要素。

米尔顿·弗里德曼（Milton Freidman）认为，判断一个模型有效性的基础不应是它所依赖的假设，而是它的预测准确性。第一部分各章的目的在于阐述，MPT 的基本主旨存在着实证缺陷。作为 MPT 最推崇的模型之一，资本资产定价模型（CAPM）会导致投资者试图人为地割裂阿尔法与贝塔之间的关联，让关注力远离税后真实收益的最大化（而这恰恰是投资的终极目标）。以价格波动程度衡量风险的概念，同样会诱使投资者紧盯追踪误差和不必要的分散化投资，而忽视了资本的永久性损失。折现现金流模型（DCF）的广泛使用，更是让我们放弃了最宝贵的准确性要求，而丝毫没有意识到这个模型的极端敏感性。就像证明资产管理公司——第三大道管理公司（Third Avenue Management）所述：“DCF 就如同哈勃望远镜，只要你再推出一英寸，你就会看到另一个完全不同的星系。”

第二部分　价值投资的行为基础

传统组合理论认为，所有收益都只能是为取得收益所承担风险的函数。因此，这种方法的笃信者就主张，价值股的超常盈利能力也只能源于它们所包含的超常风险。我始终认为这是同一性思维（tautological thinking）的典型事例。在第二部分里，我们将尝试着从另一个角度认识投资——价值股高收益源于那些阻止人们采取理性行为的行为偏差和制度偏差。

我们将探讨存在于投资者身上最危险的错误（同时也是最常见的错误）——为成长预期付出过高代价（当然，我们也可以把这种偏差称之为“把希望资本化”）。此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，第二部分的各章还将提供有效的根据，帮助我们以不同的思维方式进行投资。作为投资的一种形式，价值投资把风险管理置于核心地位。但是，我们有必要重新思考什么是风险这个最基本的概念。我们将学会把风险看成是资本的永久性损失，而不是收益的随机性波动。此外，我们还将认识构成风险这个三位一体的基本因素：估值风险、经营/盈利风险和资产负债表/财务风险。

在第二部分里，我们还将接受一种新的投资理念，以克服那些经常让我们偏离价值正轨的情绪干扰。正如本・格林厄姆所言："投资者的基本问题，或者说最大的敌人，很可能就是他们自己。"

第三部分　价值投资哲学

第三部分各章剖析了价值投资理念的基本原则。其中，第十五章归纳了我的价值投资十原则，并阐述了追随价值原则的基本要领：

第一条：价值，价值，还是价值。
第二条：做反向投资者。
第三条：要有耐性。
第四条：摆脱束缚。
第五条；不要预测未来。
第六条：周期因素必须关注。
第七条：历史因素不可忽视。
第八条：永远持怀疑论。
第九条：上下求索，相互融合。
第十条：像对待自己一样善待客户。

其他各章则探究了某些更深层次的问题，比如耐心和独立思考的必要性。在第三部分里，最重要的一章莫过于对结果与过程作用的讨论。我们无力控制结果，因此，我们唯一能控制的就是过程。实现最佳结果的最佳方式，就是采取以成功几率最大化为目标的理性投资过程。正如本・格林厄姆所说："桥牌专家在意的是打一局好牌，而不是大满贯。因为只要你打对了，终究会赢钱，但如果你输了，你就会输钱——这是长期的必然结果。"

第四部分　来自现实的证据

纳西姆・塔勒布（Nassim Taleb）指出了现实怀疑态度的重要性。实际上，它就是要求我们用现实中的证据检验自己的观点。在第四部分的两章里，我们简单回顾了价值投资在现实中的实证表现。其中，第二十一章指出，不受约束的全球化价值投资法更有助于创造收益；第二十二章则探讨了本・格林厄姆最偏爱的深度价值技术，并说明它在当前环境下依旧是有效的投资方法（这也直接回应了格林厄姆投资法已过时的论调）。第四部分本可以包含更多的章节，但考虑到读者可以通过很多渠道找到支持价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资的调查研究资料，故还是以精简为上。归根结底，绝大多数（尽管不能说全部）成功的顶级投资家都是价值投资者，这就是证明价值投资法的终极证据。正如沃伦·巴菲特说的一样：

我要各位设想一场全国性的掷铜板大赛。让我们假定，全美国 2.25 亿人在明天早晨起床时都掷出一枚一美元的铜板。早晨太阳升起时，他们都走到门外掷铜板，并猜铜板出现的正面或反面。如果猜对了，他们将从猜错者的手中赢得一美元。每轮都有输家遭到淘汰，奖金则不断地累积。经过 10 个早晨的 10 次投掷之后，全美国约有 2.2 万人连续 10 次猜对掷铜板的结果。每人所赢得的资金超过 1 000 美元。

现在，这群人可能会开始炫耀自己的战绩，此乃人的天性使然。他们也可能保持谦虚的态度，但是在鸡尾酒宴会中，他们还是偶尔会以此技巧来吸引异性的注意，并炫耀其投掷铜板的超常洞察力。

假定赢家都可以从输家手中得到适当的奖金，再经过 10 天，约有 215 个人连续 20 次猜对掷铜板的结果，每个人赢得大约 100 万美元的奖金。输家总共输掉了 2.25 亿美元，赢家则赢得了 2.25 亿美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏，他们很可能会写一本书——“我如何每天只需工作 30 秒就在 20 天里用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚者，他们可能会在全国飞来飞去，参加各种抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，难道我们这 215 个大赢家是从天上掉下来的吗?”

对此，一些工商管理学院的教授可能会恼羞成怒，他们会不屑一顾地指出：即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，只不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩而已。

但我对此却不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些明显的与众不同之处。我所说的案例如下：①参加比赛的 2.25 亿只猩猩基本像美国人口一样，分布在全国各地；②经过 20 天比赛后，只剩下 215 位赢家；③如果你发现其中 40 位赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园，那么，你肯定会前往这家动物园找饲养员问个究竟:？他们给猩猩喂的是什么食物，他们是否对这些猩猩进行过特殊的训练，这些猩猩在读些什么书以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白，到底是什么不同寻常的因素导致了赢家如此集中。

科学探索一般也遵循完全相同的模式。如果你试图分析一种罕见癌症的致病原因，比如说，每年在美国有 1 500 起病例，而且你发现其中 400 起病例发生在蒙大拿的几个矿区小镇上，于是，你会非常仔细地研究当地水质、感染病人的职业特征或者其他因素。因为你很清楚，一个面积很小的地区发生 400 起病例，绝不可能是偶然的，你并不需要一开始就知道什么是致病原因，但你必须知道如何去寻找可能的致病原因。

除了按照地理或国家来界定外，还有其他方式可以界定起源，比如，还有我所谓“智力的起源”。我认为各位将在投资领域发现，不成比例的铜板投掷赢家来自于一个极小的智力村庄，它可以称为“格雷厄姆—多德都市”。这个特殊智力村存在着许多赢家。这种集中现象绝非巧合所能够解释的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分 价值投资的阴暗面——做空

近期市场的颓势对做空投资者的打击完全是可以预料的。实际上，这种情况始终是存在的。正如《纽约时报》所言：

在通过航运向东方贩卖香料的时代，荷兰政府曾把一些特殊群体宣布为反叛者，他们担心这些人会掠走自己刚刚在东方发现的财富。

这些人既不是巴巴多斯的海盗，也不是西班牙盗贼——而是阿姆斯特丹证券交易所的某些交易商。他们侵犯政府财产的手段就是卖空荷兰东印度公司的股票。据说，东印度公司也是世界上第一家公开发行股票的公司。

卖空者抛出股票之类的资产，目的就是希望股价下跌，为此，他们也成了千夫所指的目标。在18世纪和19世纪的绝大部分时间里，英格兰政府一直禁止此类行为。拿破仑把他们视为国家的敌人。德国的最后一个国王凯撒则征召他们侵扰美洲市场（这也让很多美国人感到惶恐不安）。

——詹尼·安德森（Jenny Anderson），《纽约时报》，2008年4月30日

不过，卖空者显然不是宿命的失败者，我认识的很多做空投资者，恰恰是我见过的最纯粹的基本面投资者。他们对待自己的分析非常严肃（正因为如此，他们的损失是有限的）。独立的思考、坚实的研究与合理的怀疑态度是不可替代的。对卖空者此起彼伏的责难和谩骂，把他们称作造谣生事者和阴谋家，我认为根本就是不可接受的，我决不同意这样的说法。我只能认为，这些指责者不是应和被卖空企业的执政者，就是被卖空企业本身。按照我的体会，卖空者不仅不是市场中的恶势力和毒瘤，反而是最接近于财务监管者的人——这也是美国证券交易委员会最倡导的事情！

曾就职芝加哥大学的欧文·拉蒙特（Owen Lamont）通过研究验证了这个观点。在2003年发表的一篇论文中，他对被卖空公司和卖空者之间的纷争进行了检验。欧文的研究对象是1977～2002年期间发生在美国的此类纠纷。他关注的事实是，被卖空企业自称清白，并声称自己已经成为沽空对象，或者说成为阴谋陷害的对象，或是指责卖空者正在行骗。他的调查范围还包括要求监管机构介入卖空行为调查，并督促持股者不要借出股票，或是制订回购计划（据此对卖空行为实施打压）的公司。看完这篇论文后，我或许可以引用一下《哈姆雷特》中的一句经典台词来进行概括：“我觉得那女人表白心迹的时候，说话过火了些。”

雷曼兄弟为我们提供了一个绝佳案例。《华尔街日报》的报道中曾有如下一段话：

他们到底想说明什么？雷曼兄弟在周一披露的公告已表明，在六月，当投资银行还在就争取韩国开发银行50亿美元贷款一事进行谈判时，雷曼兄弟的首席执行官大卫·戈德法布（David Goldfarb）就已经通过电子邮件向总裁理查德·福尔德（Richard Fuld）提出了一项对策：公司应加大涉足股票市场的力度，动用20亿美元回购股票，以此“沉重打击艾因霍恩”。他们说的就是一直对雷曼兄弟颇有微词的对冲基金卖空方大卫·艾因霍恩（David Einhorn）。周一在议会作证的福尔德先生回信表示同意。但雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼兄弟并没有得到这笔资金，于是，他们只能申请破产保护。

拉蒙特的研究结果表明，卖空者对市场的作用是积极而有意义的。图 1 为被卖空股票的累积收益情况。在出现争端后的 3 年时间里，这些被卖空股票的业绩相对于大盘的累计落差达到 42%。这表明，卖空策略是正确的，而真正以谎言和阴谋欺诈投资的往往是企业，而不是卖空者！

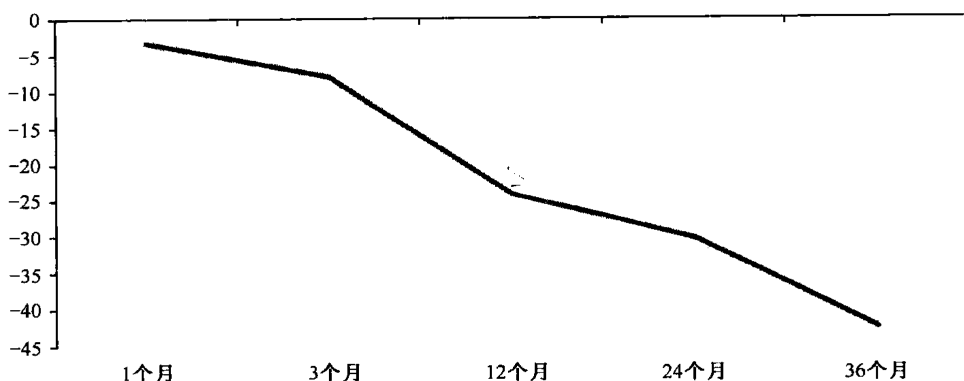


图 1　市场调整后的累积收益率（%）

资料来源：Lamont，2003；SG Equity Research。

第五部分探讨了如何寻找卖空对象，至于不打算卖空的投资者，本部分则相应地介绍了哪些股票不适于投资，它们具有怎样的特征。

第六部分　现实中的价值投资

空谈永远不如实践。第六部分各章对股市历史上最动荡时期的市场行为进行了实证分析。它们也是说明价值投资优势的客观例证。在这样的市场环境下，遵循以价值为导向的策略将为未来收益打下坚实的基础。本部分讨论的主题包括：如何认识和分析价值陷阱的风险；如何从深度价值空间的角度认识金融股；廉价保险的作用；为什么说在市场下跌时必须敢于出手，而不要被心理震慑所吓倒；反对投资政府债券的理由。

我希望通过阅读本书，帮助读者在总体上了解如何投资，并深刻体会到，这种方法将给那些采取逆势思维和行动的投资者带来可观的回报。成败完全掌握在你的手里，而且也只有你自己，才是那个最终创造成功的胜利者。

非常希望得到您的评价和反馈，联系方式：james. montier@ gmail. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录 Contents

序言
前言

第一部分　商学院的教诲何以成为满盘谬论

第一章　早餐前的第六感——EMH 何以成为行业毒瘤 /2
第二章　CAPM = 垃圾 /17
第三章　伪科学与金融：数字的横征暴敛与安全边际的荒谬无聊 /27
第四章　分散化之险与相对业绩之争 /37
第五章　DCF 的危险 /43
第六章　价值股真的比成长股更危险吗？梦想 /51
第七章　紧缩、萧条与价值投资 /58

第二部分　价值投资的行为基础

第八章　爱护手中物，莫为梦想狂 /66
第九章　安慰剂、烈性酒与成长股 /74
第十章　追悔莫及的错误 /81
第十一章　迫在眉睫的危险：三位一体的风险 /91
第十二章　极度悲观、利润警报与心动时刻 /97
第十三章　熊市心理 /102
第十四章　价值投资的行为障碍 /108

第三部分　价值投资哲学

第十五章　投资之“道”——我的投资十原则 /120
第十六章　过程不等于结果：赌博、竞技与投资！/141
第十七章　当心“实干家”/148
第十八章　看涨偏好与必不可少的怀疑——难道是抑郁症？/154
第十九章　简单最好 /166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章　反向投资的含混错乱与深度价值的黑暗时代 /174

第四部分　来自现实的证据

第二十一章　走向全球：无国界的价值投资 /184
第二十二章　格林厄姆的净营运资本价值：陈腐过时还是风光依旧？/194

第五部分　价值投资的“阴暗面”——做空

第二十三章　投资的格林童话 /202
第二十四章　认识投资的阴暗面：海盗、窃贼与卖空者 /208
第二十五章　弄虚作假还是公开抢劫 /219
第二十六章　烂生意：基本面看空及价值陷阱 /223

第六部分　现实中的价值投资

第二十七章　为成长而过度支付：对新兴市场的否定 /238
第二十八章　金融业：投资机会还是价值陷阱？/247
第二十九章　债券：是投机而不是投资 /253
第三十章　资产贱卖、经济衰退与股利政策 /263
第三十一章　经济周期、价值陷阱、安全边际与收益能力 /267
第三十二章　逃亡之路与价值创造 /275
第三十三章　资金抽回与市场估值 /293
第三十四章　通胀之路与廉价保险之源 /305
第三十五章　抓住便宜货——不是此时，更待何时？/309
第三十六章　价值投资者遭遇顽固不化的卖空者：估值之争 /317

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

商学院的教诲何以成为满盘谬论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

早餐前的第六感——EMH何以成为行业毒瘤[一]

有效市场假说（efficient markets hypothesis，EMH）就是“巨蟒”（Monty Python）剧团著名短剧《死鹦鹉》（*Dead parrot*）的金融界翻版：无论你怎样解释鹦鹉已经死了，但还是有人会说，它只是在休息！我对EMH算不算学术发明丝毫不感兴趣，但正像凯恩斯说的那样：“很多实干家自以为他们不会受到任何学术理论的影响，可他们却经常会成为某个过气经济学家的俘虏。”EMH给我们留下了很多陈枝烂叶——从CAPM到基准评价（benchmarking），从风险管理到股东价值，数之不尽。而它留下的最糟糕的遗产，当然也是最不可取的建议，莫过于它居然想告诉投资者如何战胜市场，超越大盘，而先知先觉的市场预测理论更是不可理喻。显然，现在到了我们需要把EMH及其羽翼扔到历史垃圾箱的时候了。

- 学术性理论具有严重的历史依赖性和传承性。一旦某个理论被广为接受，似乎就会成为永恒的真理。马克思·普朗克（Max Planck）[二]，曾说过：“科学是通过一个又一个的葬礼向前发展的。”尤金·法玛（Gene Fama）则在一次会议上大声高呼：“连上帝都知道，市场是有效的！”我觉得这绝对是信仰偏见的终极范例（或者说，是一种以信念而不是依靠证据进行判断的倾向性）。
- EMH的问题不仅仅是它作为学术概念所带来的误导（尽管概念本身并不准确），更重要的是，它制约我们实施理性而明智的投资。EMH给我们留下了一大串影响着整个行业、混淆是非的歪理谬论。比如说，资本资产定价模型（CAPM）会导致α[三]和β[四]的分割，而最终会让投资偏离其最终目标——也就是约翰·邓普顿爵士所说的“税后总收益最大化”。
- 这种方法还会让人们痴迷于基准比较（benchmarking），实际上，它造就了一个新的物种——人面羊，这个新物种唯一关心的就是自己在群体中的位置如何。它们活生生地印证了凯恩斯的至理名言：“即使以平凡的方式名声扫地，也好过以不同寻常的方式取得成功。”
- EMH也是风险管理、期权定价理论、股东价值概念以及弗朗哥·莫迪利安尼（Franco Modigliani）和默顿·米勒（Merton Miller）的“股利与资本结构无关”理

㊀ 本文首次刊登于2009年6月17日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

㊁ 1858—1947，近代伟大的德国物理学家，量子论奠基人——译者注

㊂ alpha，阿尔法系数，代表投资的个别风险系数，体现为平均实际回报和平均预期回报的差额——译者注

㊃ beta，贝塔系数，代表股票市场的系统风险系数，反映单个证券或证券组合相对于证券市场系统风险的变动程度——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的核心，所有这些理论，都无一例外地给投资者带来了巨大伤害。不过，EMH影响最深远的方面，则在于它一直试图告诉人们如何去超越市场，赢取超额利润。为此，它提出的第一个建议就是内幕消息，这当然是不合法的；第二个建议就是，要获得超额利润，跑赢大盘，你就必须能比其他人更好地预测未来。而这些误导，最终让投资行业徒劳地奔波了几十年。

- 驳斥 EMH 的最有力证据就是市场泡沫的存在。著名投资公司 GMO 把至少偏离市场（真实）趋势两个标准差的情况定义为泡沫。按照 EMH，“两标准差”事件大约每 44 年才出现一次。但 GMO 却发现，自 1925 年以来，“两标准差”事件就先后出现了 30 次以上的市场泡沫——大约每三年左右便出现一次！
- EMH 支持者对他们所谓的“核弹”笃信不已，并把频繁出现的泡沫归结为没有为超越市场指数而实施积极的管理。但这无疑是把没有证据和证据不存在混为一谈。此外，近期研究也表明，职业风险最小化已成为机构投资的首要特征。因此，他们甚至根本就不会去尝试超越市场！

以下是著名投资家彼得·伯恩斯坦[㊀]（Peter Bernstein），在 CFA 伦敦会议上发表的演说稿。在投资界，他的每一句话都值得每个人洗耳恭听，他的离去让我们感到无比悲痛。尽管他和我在这场大辩论中最终成为对手，但他绝对是名副其实的绅士，和他一起讨论问题，会让你感到其乐无穷，获益匪浅。我相信，尽管彼得可能会反对我的某些乃至全部主张，但我同样敢肯定的是，他绝对喜欢和我讨论这些问题。

◇ 金融市场的死鹦鹉

考虑到这里毕竟是 CFA 的英国分部，所以，我觉得各位肯定不会对“巨蟒”剧团的小品《死鹦鹉》感到陌生。EMH 就是金融领域的“死鹦鹉”（见图 1-1）。我最喜欢的一个片段，就是约翰·克莱斯（John Cleese）扮演的角色（一位因为刚在宠物店买了一只死鹦鹉而恼羞成怒的顾客）——他怒气冲冲地回到宠物店，厉声质问老板：

> 它并非日渐消瘦！它已经逝去！这只鹦鹉已经芳踪不再！它已经停止了生命！它已经死亡，去见它的造物者去了！它就是一具死尸！被剥夺了生命，安静长眠！它已经命归黄土！它的代谢过程已经停止！它离开了枝头！它已经撒手人寰，摆脱了尘世的烦恼，拉上了生命的帷幕，加入吟诗班，无影无踪！这是一只前世的鹦鹉！

但宠物店老板（我们不妨把他看成是尤金·法玛）却坚持认为，鹦鹉只是在休息。顺便提一下，如果想想斯蒂芬·罗斯（Stephen Ross）[㊁]曾说过的一句话：“要让一只鹦鹉变成一个学识渊博的金融学家，只需要一个词——风险套利。”你就会发现，“死鹦鹉”小品的含义远不止于此。

㊀ 《*Against the Gods*》一书的作者

㊁ 著名金融学家，套利定价理论的开创者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

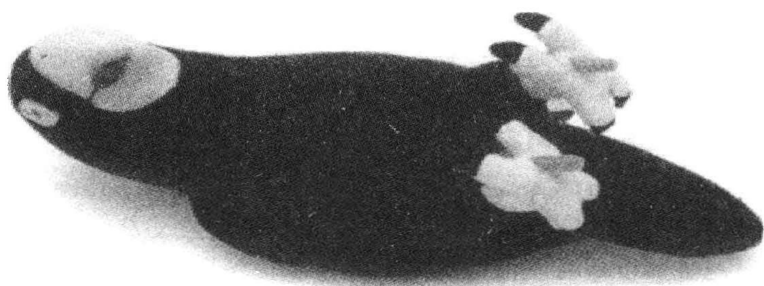


图 1-1　金融领域的“死鹦鹉”

资料来源：SG Global Strategy。

EMH 的倡导者就是活脱脱的 17 世纪耶稣会天文学家——绝望而执拗地坚信，太阳围着地球转。他们之所以不遗余力地坚决保卫这个传统假设，原因很简单：如果太阳不是围着地球转，那么，《圣经》中耶和华让上帝把太阳静止在天上的故事就变成了谎言。哪怕只是一个谎言，也不能让《圣经》成为永恒信仰的基石。

有效市场假说（EMH）已经给我们这个行业造成了极大伤害。但是在探讨这种方法的内在缺陷及其带来的灾难之前，我们不妨了解一下 EMH 存在的理由。

学术理论存在极其严重的“路径依赖”问题（path dependence）[一]。因此，一旦某个理论业已建立，就需要付出更多的努力才能推翻它。

自中世纪以来，EMH 便以诸多不同形式存在着。我注意到，有关这个问题最早的探讨来自圣托马斯·阿奎纳（St Thomas Aquinas）[二]和其他僧人关于棉花“公允”价格的辩论。圣托马斯认为，市场价格就是“公允”价格。按照这样的说法，不妨可以设想我们始终生活在平行宇宙中的情形（即：存在即是真理）。杰克·赫舒拉发（Jack Hirschleifer）就做到了这一点，我们不妨看看他的“无效市场假说”（Deficient Markets Hypothesis）。

芝加哥大学的一批社会学家提出“无效市场假设”，即：价格不能准确反映任何市场信息。思维敏捷的斯坦福大学心理学家比尔·布兰特（Bill Blunte）则提出了“错乱预料感知模型”（Deranged Anticipation and Perception Model，DAPM），在这个模型中，市场采用错误估值的中间性指标进行预测证券收益。可以想象，当研究人员发现这些被错解的指标（如市账率、市盈率和历史收益）和情绪性指标（如日照量）居然成为预测未来收益的主要依据时，会是何等的欢欣鼓舞。由此，“无效市场假设”似乎已经成为社会科学领域中最经得起检验的理论。

毫无疑问，心高气傲的实干家们肯定会抱怨，赚钱根本就不像象牙塔里的理论者说得那么轻松愉快。有人甚至幻想建立某种理论上的异术——只要股票市场出现任何风吹草动，它就能作出及时反应，并把证券收益的可预测性归结为承担风险而获得的

㊀ “路径依赖”问题：最初由保罗·大卫（Paul A. David）在 1985 年提出，尔后由布里安·阿瑟（W. Brian Arthur）在此基础上进一步发展，其含义为：人类社会中的技术演进或制度变迁均有类似于物理学中的惯性，即一旦进入某一路径，无论是好是坏，都可能对这种路径产生依赖性

㊁ 约 1225—1274 年，中世纪哲学家和神学家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理溢价。保守势力会轻而易举地放弃吗？当然不会，他们可以求助于多期间的跨期 DAMP 模型，即：任何错误定价都会随着时间的推移而逐渐得到纠正。在这种情况下，短期事件的研究不可能证明市场无法对新信息作出反应。更确切地说，由于市场无效性有着强大的理论基础，因此，这场辩论必将是一场难分高下的鏖战。

在金融领域，我们似乎一直对优雅漂亮的理论情有独钟。我们的批评性思维能力似乎已经完全屈服于数学式典范的魅影与魔力。很久之前，当我还是一个年轻气盛、思维敏感的年轻人时，第一次接触到经济学，那是一种一见钟情的感觉——我立刻被有效市场假说以及理性预期方法的魔力和美妙所吸引（那种诱惑力丝毫不亚于《星球大战》中的黑暗武士）。但是在实践中，我们还是应该永远牢记，这样的魔力和美妙毫无意义！

在大学三年级的时候，我开始醒悟，而对 EMH 和超理性“经济人”（Homo Economicus）的幻想也逐渐破灭了。那时，我是学位监督委员会的学生代表。大学期间，只要修完规定的一套课程，你就可以获得商业经济学学位。但获得这个学位的全部必修课程需要横跨两个年度。由于无法在一年内完成全部课程，因此，学生必须对课程的选择进行合理安排。在第三年开始的时候，我突然惊奇地发现，很多同学向我抱怨：他们根本就不知道自己在干什么！这些年轻的经济学家甚至无法解答最简单的二阶最优化问题，其实，我完全可以想象到这一点！既然如此，你对其他人还能有什么奢望呢？或许我自己就是活生生的证据：金融就像吸烟，老烟民似乎总会对刚刚拿起香烟的人提出各种各样的反对意见，或许金融领域也一样！

◇“红心女王”与不可能的信仰

我可以肯定，“红心女王”也许就是一位优秀的 EMH 经济学家。

爱丽丝笑道：“不用试啦，没用的。人总不能相信不可能的事吧。”

“我敢说，你还没多次练习吧。”女王说道：“我在你这么大的时候，总是每天为此花上半个小时。为什么呢？有时，就在早饭前的这一会，我就已经想通了六件不可能的事！”

——刘易斯·卡罗尔 《爱丽丝仙境奇遇记》台词

最初，我对金融领域这种“评判性思维”的严重匮乏感到不可思议。不过，这种“逻辑”的缺失不仅仅局限于金融领域；作为一个物种，信仰偏见似乎是人类与生俱来的缺陷。因此，人们总是倾向于根据是否符合结论去评价一个论点的正确性，而不是根据前提进行合乎逻辑的推理。

我们不妨考虑如下四个三段论：

1. 警犬不会恶意伤人；
   有些经过长期训练的狗会恶意伤人；
   因此，经过长期训练的狗都不是警犬。
2. 没有营养的东西都便宜；
   有些维生素药丸很便宜；
   因此，有些维生素药丸没有营养。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 无瘾性东西都便宜；
   有些香烟很便宜；
   因此，有些香烟是无瘾性东西。
4. 苦力不会成为百万富翁；
   有些富人是苦力出身；
   因此，有些百万富翁不是富人。

这四个三段论为我们提供了正确性和可信度的若干组合。表 1-1 对这两个概念带来的问题进行了区分，可以帮助我们对人们在决策时采用的标准进行评价。

表 1-1　正确性和可信度

		可信度	
		可信（B）	不可信（U）
正确性	正确（V）	狗（VB）	维生素（VU）
	不正确（I）	香烟（IB）	百万富翁（IU）

资料来源：SG Equity Strategy。

如图 1-2 所示，决定人们行为的动机是概念的可信度，而不是正确性。在正确性与可信度恰好巧合的时候，得到正确结论的可能性为 90%；对于不正确但却可信的概念，被认定为正确结论的概率仍有 66%；同样，正确但却不可信的概念被认定为正确结论的概率也是 60%。所以说，我们趋向于根据事物的可信度而不是正确性进行判断——这足以表明，在强大的信仰力量下，逻辑将被彻底抛弃。

这些关于信仰的讨论，让 EMH 听起来似乎变成了宗教。实际上，它的确和宗教有着异曲同工之处，因为宗教依赖的同样是信念，而不是证据。而在 EMH 这个问题上出现的辩论，也丝毫不亚于宗教斗争的狂热。在《新财务：打破效率市场迷思》（*The New Finance: The Case Against Efficient Markets*）一书中，作者罗伯特·哈根（Robert Haugen，他一直被金融界的很多人认为是异教徒）曾提到了一次会议，他在会议的演讲中列举了诸多市场无效性事例。尤金·法玛也参加了这次会议，在演说过程中，法玛禁不住暴跳如雷："你简直就是个罪犯……连上帝都知道市场是有效的。"

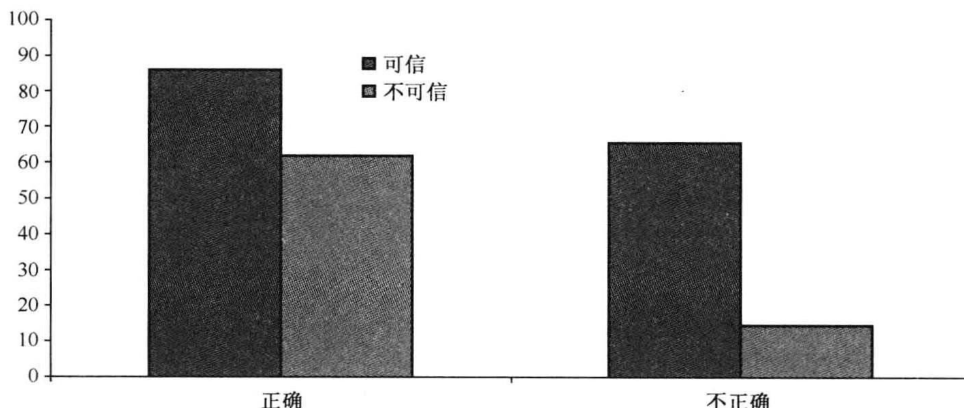


图 1-2　被认定为正确结论的百分比

资料来源：Evans 等人，1983。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇逝者的奴隶

说句实话，我根本就不关心 EMH 到底是不是学术赝品。但对于 EMH 的真正危害，凯恩斯早已经一语击中要害："许多实干家自以为不受任何学术理论的影响，但却往往当了某个已故经济学家的奴隶。"

所以，还是让我们先看看 EMH 给投资界留下的遗产：首先，同时也是最重要的就是资本资产定价模型（CAPM）。我们将在第二章对 CAPM 进行剖析和评判，因此，这里无需赘述该理论的诸多缺陷，我只想再次重申自己一贯的观点：CAPM 是完全多余的资产定价模型（completely redundant asset pricing，CRAP）。

对于 CAPM，我们在这里需要着重提及的，就是那些阻碍投资过程的方面——而其中影响最深远的，又莫过于对业绩衡量的过度迷恋。我们至少可以说，阿尔法和贝塔系数的分离是毫无益处的，而最坏的情况下，则会让我们严重偏离投资的真实本性。约翰·邓普顿爵士（John Templeton）[⊖]对此作出了深刻的评价：投资的终极目标就是"税后总收益的最大化"。但我们却没有紧紧抓住这个目标，而是造就了一个除了对投资者进行分门别类之外一无是处的行业。

正如后来鲍勃·科比（Bob Kirby）所说的那样："业绩衡量本身是不错的想法，但在实践中却彻底失控。在很多情况下，业绩衡量技术的大量使用，反倒阻碍它实现自己的真正目的。"

同样，对基准对照的痴迷也是这个行业固有偏见的最大来源之一：职业风险。对于主张基准比较的投资者，风险衡量的实质就是追踪误差（tracking error），而这就造就了所谓的"人面羊"（图 1-3）——这是一个只关心自己与他人相对位置的特殊物种。这个物种活生生地印证了凯恩斯的至理名言："即使以平凡的方式名声扫地，也好过以不同寻常的方式取得成功。"我们将在下文中讨论这种可怜的小动物。

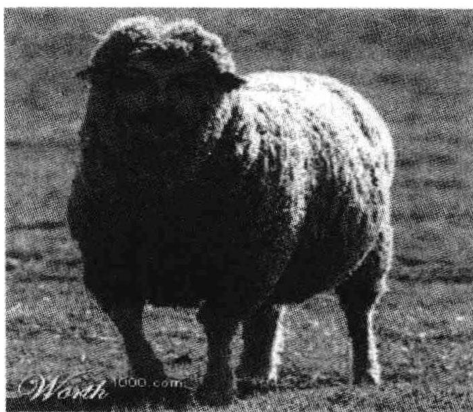


图 1-3 "人面羊"

资料来源：Worth1000. com。

⊖ 1912—2008，邓普顿集团创始人，著名投资大师，曾被《福布斯》杂志称为"全球投资之父"及"历史上最成功的基金经理之一"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈到基准对照，我们不能不提一下 EMH 和 CAPM 催生的市场指数化（market indexing）。只有在一个有效的市场里，市值加权指数（market cap-weighted index）才是“最优秀”的指数。如果市场不够有效的话，市值加权的做法只会导致我们高估最贵的股票，低估最便宜的股票。

在放下风险这个话题之前，我们还要注意到，EMH 迷们是如何帮助自己免受价值和动量等不规则事件的干扰。他们以近乎于死循环的方式争辩道：只有风险因素才能在有效市场上创造收益，因此，这些因素必然只能是风险因素！

而我们这些行为学学者则认为，行为偏差和制度偏差才是各种不规则事件创造超额收益的根源。我曾撰文指出，无论 EMH 支持者选择何种形式的定义，价值股都不会比成长股更危险（见第六章）。

例如，如果按 EMH 支持者采用的最简单的风险定义（收益的标准差），我们就可以通过图 1-4 对 EMH 的问题一目了然。尽管价值股的收益高于成长股的收益，但价值股的所谓“风险”还是低于成长股的风险——这与 EMH 的观点恰恰相反。

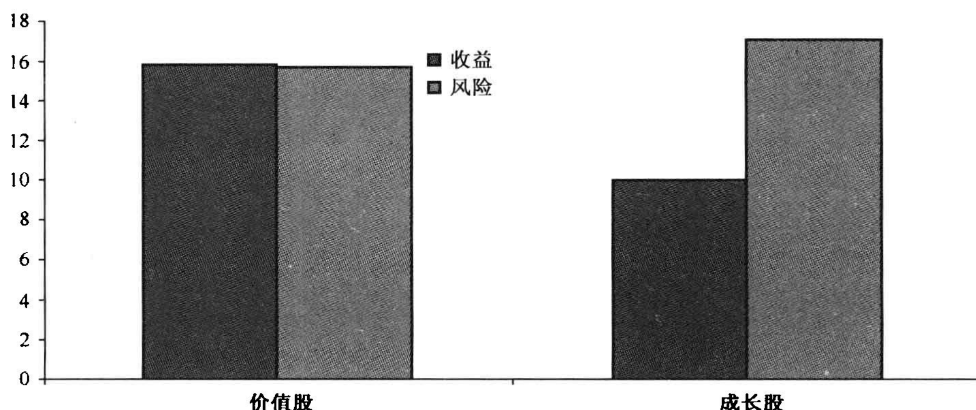


图 1-4　价值股和成长股的风险与收益（美国，1950～2008，%）

资料来源：SG Equity Research。

而这种片面强调风险的观点，又催生出另外一个我认为完全毫无意义的累赘行业——风险管理（risk management）。从深层次上看，风险管理采用的技术和工具是有缺陷的。比如说，风险价值（value at risk，VaR）等指标只能给人们带来虚幻的安全。他们更多的只是在追踪根据短期计算结果形成的输入变量，但他们却忘记了，这些模型的输入变量原本是内生的，根本就不是他们可以左右的。因此，作为市场因素的函数，相关性和波动性之类的“风险”变量所反映的市场，更像是打纸牌，而不是玩轮盘（即：行为的结果受制于其他玩家的行为）。

我们不应该把风险定义为标准差（或者波动性）。我从未见过一个只做多头（long-only）但却从不关心上涨变动性（upside volatility）的投资者。就总体而言，风险是一个相当复杂的话题——我一直主张，风险三要素是所有投资者都应该关注的东西，即：估值风险（valuation risk）、经营或收益风险（earnings risk）以及资产负债表风险（balance sheet risk）（见第十一章）。

当然，按照 CAPM，衡量风险的正确指标应该是贝塔系数。但就像本杰明·格林厄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆指出的那样，贝塔系数衡量的是价格变动性，而不是风险。贝塔系数可能是分析师计算资本成本时最经常用到的指标，实际上，它也是财务总监们计算类似指标的主要工具。不过，即使是对资本成本，贝塔系数也没有多大帮助。法玛（Fama）和弗伦奇（French）等人收集的证据表明，风险和收益之间毫无关系，这与风险与收益之间理论上存在的正关联度相去甚远，更有甚者，当代预测甚至表明，两者之间存在负相关关系。

这当然也忽略了实际计算贝塔系数时的困难性和主观性。你采用的是每日数据、每周数据还是月度数据，计算的时间段是多长，这些问题的答案自然会影响到分析师的计算。帕波罗·费尔南德斯（Pablo Fernandez）和文森特·贝尔梅霍（Vicente Bermejo）在最近发表的一篇论文中指出，最好的办法，或许就是干脆把所有股票的贝塔系数均假设为1.0。（这再一次提醒我们，在我们生活的这个世界上，优雅和完美没有任何意义！）

EMH还让默顿·米勒（Merton H. Miller）和弗兰克·莫迪利安尼（Franco Modigliani）推导出企业资本结构及股利与公司价值无关的M—M模型。而从业者在实践中对这些概念的利用，更是几乎到了肆无忌惮的程度。例如，对于那些积极提倡回购、反对股利或是赞成留存收益、反对分配股利的人，M—M假说一直是他们最有效的护身法宝，有了这个武器，他们就可以义无反顾地主张：股东不应该对实现收益的途径斤斤计较（他们往往会忽略某些显而易见的事实：公司一向习惯于挥霍留存收益，而回购在实质上也与股利相去甚远）。

同样，M—M模型强调的资本结构无关论，也促使企业理财者和企业本身加速举债。按照这个理论，投资者没有理由关心“投资”的来源到底是留存收益、股权融资还是债务融资。

EMH还造就了另一个歪曲现实的谬论——股东价值。具有讽刺意义的是，这个概念的初衷，竟然是为了防止过度关注短期收益。按照EMH假说，一个企业的价值当然就是未来现金流的净现值之和。因此，股价的最大化也就等同于未来盈利的最大化。遗憾的是，在这个急功近利的现实世界中，这一切都不复存在，取而代之的，是人们对短期收益的追逐。

但是，EMH最阴险，同时也是最不易被察觉的方面，则在于它以独有的方式影响着积极型投资者追求增值的行为。这听起来似乎有点怪异，但我还是想解释一下这个貌似矛盾的概念。

EMH迷中的绝对顽固派始终坚持，积极型管理的作用是不可忽视的。毕竟已经有人在质疑市场的有效性——桑福德·格罗斯曼（Sanford Grossman）和约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph E. Stiglitz）在他们的经典论文“论不完全信息市场”（The impossibility of the informational efficient market）中第一次提出了这个问号。尽管EMH的超级顽固派绝对不会容忍这些，但他们的论点显然经不住反证法的推敲：如果市场是有效的，那么，价格当然就是正确的，而交易量就应该等于零。

EMH的意思表达得很清晰：积极型基金经理可以通过如下两种方法创造价值。首先是内部信息——但我们可以忽略这一点，因为这在绝大多数市场上都是违法的；其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次，如果能比其他人更精确地预测未来，他们就能在市场战胜对手，跑赢大盘。

EMH 还指出，由于套利者无处不在，因此，机会总是转瞬即逝的。这似乎和经济学中的一个传统笑话如出一辙：经济学家和朋友走在马路上，他的朋友突然发现人行道上扔着一张 100 元的钞票，他正准备捡起来，经济学家说："别捡了，这钞票是假的。因为如果是真的话，早被人捡走了。"

遗憾的是，这些再简单不过的论点绝非玩笑，它们恰恰是 EMH 这个传奇中最具破坏性的方面。因为 EMH 一直在鼓励投资者去预测未来。我个人认为，这绝对是最无聊的一种浪费时间的方式，但也是这个行业中最普遍的现象（见图 1-5）。在我接触过的各类投资过程中，约有 80% ~90% 的时间是用来进行预测，但却找不到丝毫的证据能说明：我们确实能看到未来（见图 1-6 和图 1-7）。



图 1-5　对未来的预测和实际结果比对——美国 GDP

资料来源：SG Global Strategy。

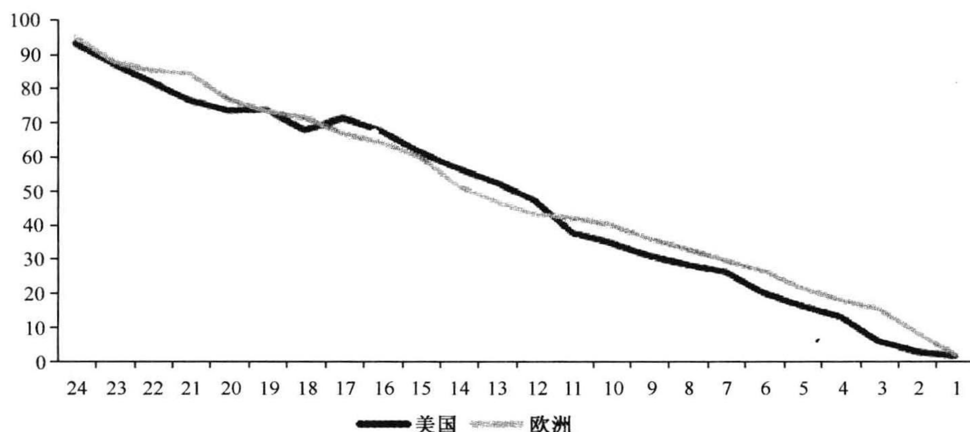


图 1-6　预测误差的时间分布：美国与欧洲市场，2001 ~2006（%）

资料来源：SG Global Strategy。

按照 EMH 假说，机会的短暂性和困扰"人面羊"的职业风险问题，让人们毫无顾忌地只关注眼前，不放眼未来。通过显示纽约证券交易所单只股票平均持有期的图 1-8，我们可以清楚地看到这一点：目前的平均持有期居然只有 6 个月！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

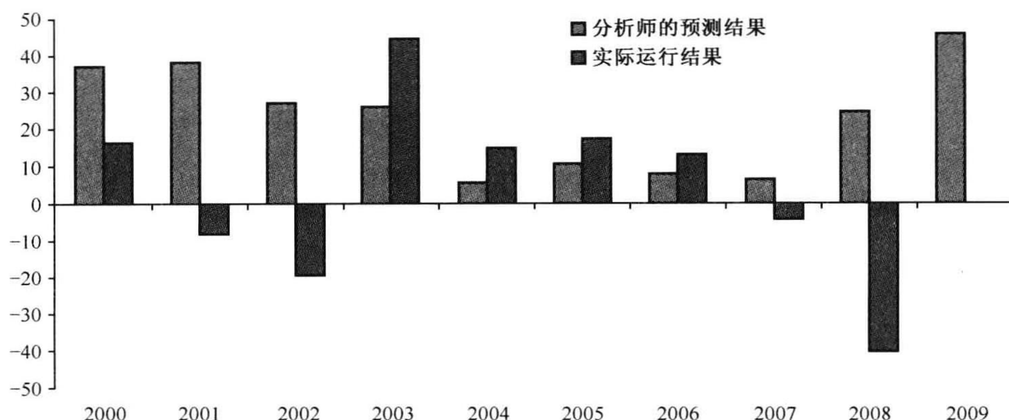


图 1-7　分析师的预测收益（将对于目标价格）和收益率（美国市场，%）

资料来源：SG Global Strategy。

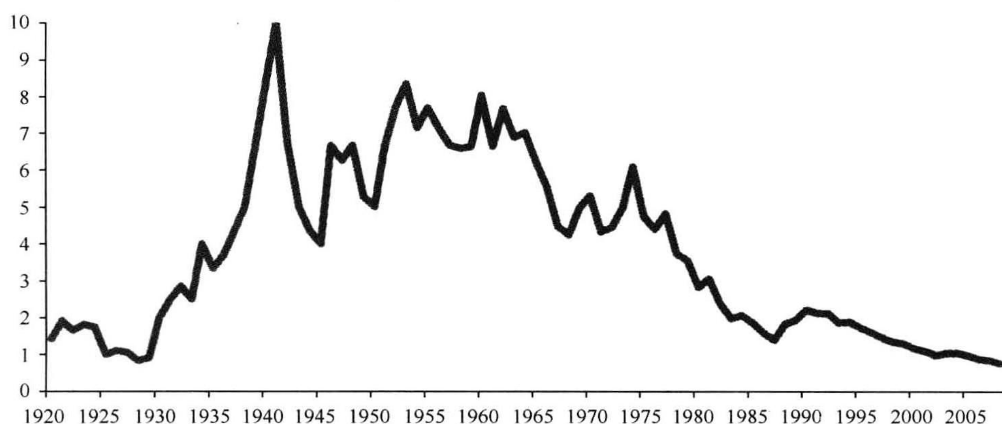


图 1-8　纽约证交所一只股票的平均持有期（年）

资料来源：SG Global Strategy research。

对市场基准和相对业绩的过分关注，还让这个“人面羊”不识时务地加入到凯恩斯的选美大赛。凯恩斯曾说过：

或者我们换一种比喻，职业投资者的投资好比报纸上的选美竞赛，在竞赛中，参与者要从100张照片中选出最漂亮的6张，所选出的这6张照片要最接近于全部参与者共同选出的6张照片的人就是获奖者。由此可见，每一个参与者所要挑选的并不是他自己认为最漂亮的人，而是他认为其他参与者会挑选哪些人。所有的参与者都会以同样的态度看待这个问题，这个时候，不要选择自己眼中最美的佳丽，甚至也不要选择一般人看来最美的人，我们已经进入了第三个层次，需要开动脑筋来弄清，大家是如何猜测别人的观点。而且我相信，有些人还能进入第四、第五个层次。

我们可以通过一个游戏简单模拟凯恩斯描述的这场选美比赛：让参与者从0～100中挑出一个数字，所选数字最接近于全部选择结果平均值2/3的人将成为胜利者。图1-9是我经历过的最大规模的此类实验——事实上，也是历史上第三大规模的实验，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是唯一一次全部由职业投资者参与的实验。

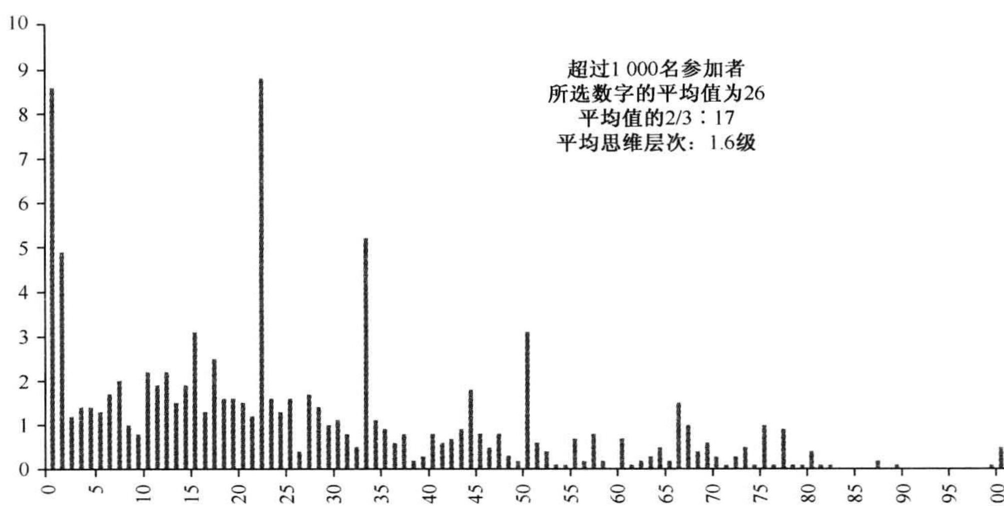


图 1-9 选美比赛中出现不同结果的发生率（%）

资料来源：SG Global Strategy。

最有可能的正确答案是67。而要得到67这个数字，你就必须认为，其他每个人都会选择100。但事实上，选择67的人并不多。

我们在图中可以看到一些凸出线，它们代表不同水平的智力层次。数字“50”位置上对应的凸出线也就是我们所说的零级思维者（粗鲁一点说，相当于白痴）。他们就是投资界的霍尔默·辛普森（美国电视动画《辛普森一家》中的主角）。总之，在这个层次上，基本不需要什么认知能力！

位于“33”这个数字上的凸出线，对应于那些认为其他所有人都是辛普森的人。至于“22”位置上的凸出线，则代表那些认为其他人的思维能力都处于33的人。我们可以看到，在“0”位置上也有一条凸出线。我们会发现，这个位置上对应的人都是经济学家、博弈论学者和数学家。他们是唯一接受训练专门解决这些问题的人。实际上，唯一的纳什均衡也恰恰出现在这个“零”位置上（因为只有“零”的2/3还是“零”），当每个人都选择“零”时，它也是唯一“正确”的答案。

最值得注意的凸出线位于数字“1”位置。它属于接受邀请参加晚宴的经济学家（邀请他们或许是错误的，但他们绝对是只有接到邀请才会走出门去参加晚宴的人）。但是在走进现实世界时，他们才意识到，其实世界并不能像他们那样思考问题。于是，他们试图去盘算这个世界到底有多么的非理性。到头来，他们却受到知识的诅咒（一旦我们找到真正答案，就总是会抓住不放）。在这个非常典型的游戏里，最终挑选结果的平均值为26，它的2/3是17。在1000多个参加者当中，只有3人选择了17！

我之所以进行这个游戏，目的就是想说明要比别人领先一步是多么的困难——站在别人的前面时，你总会发现，自己的前面还站着别人。尽管如此，似乎还有不计其数的投资者在绞尽脑汁地试图去做领先者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 驳斥 EMH 的确凿证据：前赴后继的泡沫

现在，我们不妨看看否定 EMH 的确凿证据。奇怪的是，这一点似乎并没有引起学术界的足够重视。谈到财务经济，正如美国前财政部长拉里·萨默斯（Larry Summers）在一篇精彩的短文中指出的那样："传统金融学更关心的，是验证两瓶 8 盎司番茄酱的价格是否等于一瓶 16 盎司番茄酱的价格，而不是去认识 16 盎司瓶装的合理价格应该是多少。"

世界上第一家证券交易所成立于 1602 年，第一个股票泡沫则出现于 118 年之后——"南海泡沫事件"（South Sea bubble）。从此之后，我们就开始与各种各样的泡沫为伴，而且泡沫的出现频率也越来越高。我在 GMO 的朋友把"泡沫"定义为偏离趋势至少两个标准差的（真实）价格变动。但是从 1925 年开始，GMO 就已经发现了三十多个经济泡沫。这相当于每隔三年多一点便出现一次！

我本人也对泡沫的形态和趋势进行了大量研究。通过历史上的严重泡沫事件（包括南海泡沫事件、19 世纪 40 年代的铁路泡沫、20 世纪 80 年代末期的日本经济泡沫以及纳斯达克泡沫。不过，有两位经济学家曾撰文指出，纳斯达克泡沫在本质上并非真正的泡沫，或许只是因为没有先例而被学术界扣上了泡沫的帽子）可以看出，泡沫的形成一般需要经过 3 年的时间，在这个过程中，价格飞速暴涨，直逼顶峰，既然是泡沫，必然要不可避免地破裂，而泡沫破裂的过程通常更为迅速，基本只需要两年左右的时间。

尽管每个泡沫的细节和特点各不相同，但它们的内在机制则遵循类似的模式。正如马克·吐温所言："尽管历史不会重复，但却会押韵。"我认为，第一个对泡沫机理进行全面分析的书面资料是约翰·斯图亚特·穆勒[⊖]（John Stuart Mill）写于 1867 年的一篇论文。他在文中提出的基本框架，非常接近于我多年以来一直用于分析泡沫形成与破裂过程的"明斯基—金德贝格尔模式"（Minsky/Kindleberger model）。这让我们很难理解，为什么会有那么多的学者认为，我们根本就无法在破裂之前识别泡沫。在我看来，既然现实证据可以无可辩驳地证明市场的纯粹无效性，那么，泡沫的绝对存在性及其事先可诊断性，自然也是毫无疑问的（见图 1-10）。

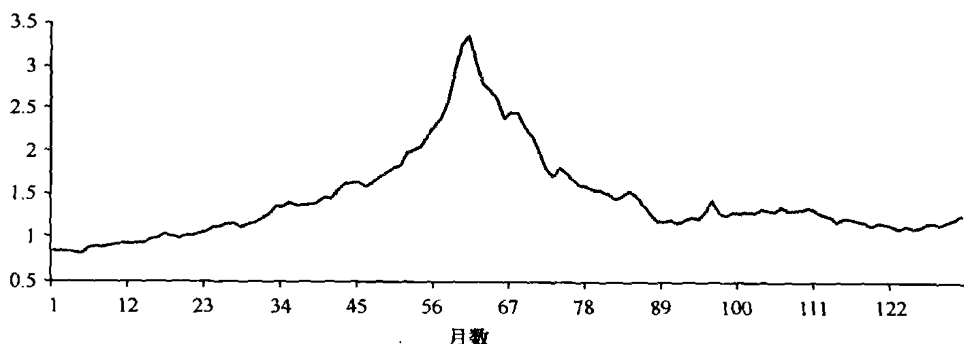


图 1-10 我们的"泡沫指数"

资料来源：SG Global Strategy。

⊖ 1806～1873，英国经济学家、思想家、哲学家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ EMH "核弹"

作为一名行为学家，我始终告诫大家要警惕"确认偏误"（confirmatory bias）——刻意寻找支持自己观点的信息，回避不符合自己口味的信息。因此，为免遭到对自身偏见视而不见（我以前确实这样做过）的指责，我现在有必要提一下，EMH 支持者的辩护，本身就是在维护自身信仰，这是最顽固的护短行为——因为现实已经无可争议地告诉我们，积极型管理根本就不会带来超越普通人的业绩。著名金融学家马克·鲁宾斯坦（Mark Rubinstein）把这称为 EMH 的"核弹"，并指出：作为行为学家，我们根本就没有与之匹敌的武器，在他们的面前，无效和非理性证据更是不足挂齿。

然而，我还是要辩解，无论在理论上，还是在实证中，这种观点都是有缺陷的。它在逻辑上的错误显而易见：它把没有证据和证据不存在混为一谈。也就是说，如果 EMH 诱使积极型投资者把目光集中到错误的业绩信号上（即：预测），这种积极型管理当然也就不能超越大盘。

在实证方面，EMH 的"核弹"效应同样值得怀疑。我想通过两个证据来说明 EMH 论点的可疑性。首先是达特茅斯大学乔纳森·莱维林（Jonathan Lewellen）的研究。

在最近发表的一篇论文中，莱维林分析了美国机构投资者在 1980 ~ 2007 年间的股票总体持有情况。他发现，从根本上看，这些机构投资者的投资基本属于市场型组合。在某种程度上，这一点丝毫不值得奇怪，因为机构投资者对整个市场的持有比例从 1980 年的 30% 左右上升到 2007 年底的 70%（见图 1-11）。这不仅证明了积极型管理是零和游戏的观点（在扣除交易成本之后，甚至已经是负数游戏了），也验证了凯恩斯的论点——在市场上，每个职业投资者都在绞尽脑汁想做得比别人更聪明。

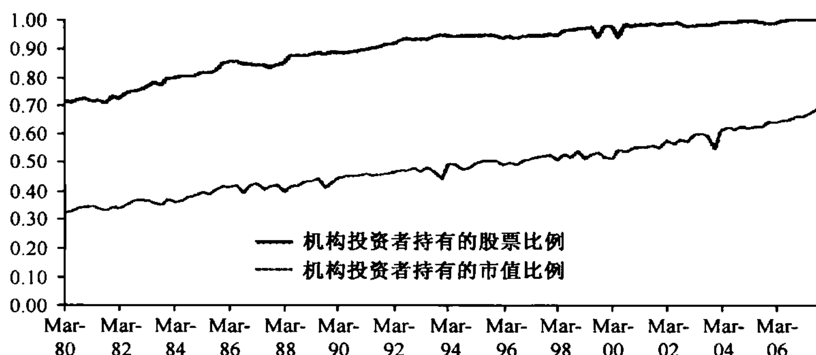


图 1-11 机构投资者的持股情况，1980 ~ 2007 年间的美国股票市场（单位：%）

资料来源：Lewellen，2009。

但莱维林也指出，就总体而言，机构投资者并不会去刻意超越市场。他根据一系列特征把全部股票划分为五类，并对机构资金投资于每一类股票的比例（占机构投资者对所有五类股票的投资）与每一类股票占全部市场组合的比重（每一类股票的市值占全部五类股票的市值）进行比较——也就是说，他的研究对象是机构投资者对某一特征赋予的权重与市场赋予该特征的权重之间的相互关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 1-12 为莱维林采用的特征样本。除样本规模之外，总的机构投资组合几乎完全与市场权重相吻合。因此，机构投资者根本就不会刻意去关注某些我们认为能在长期内创造超额回报的因素。

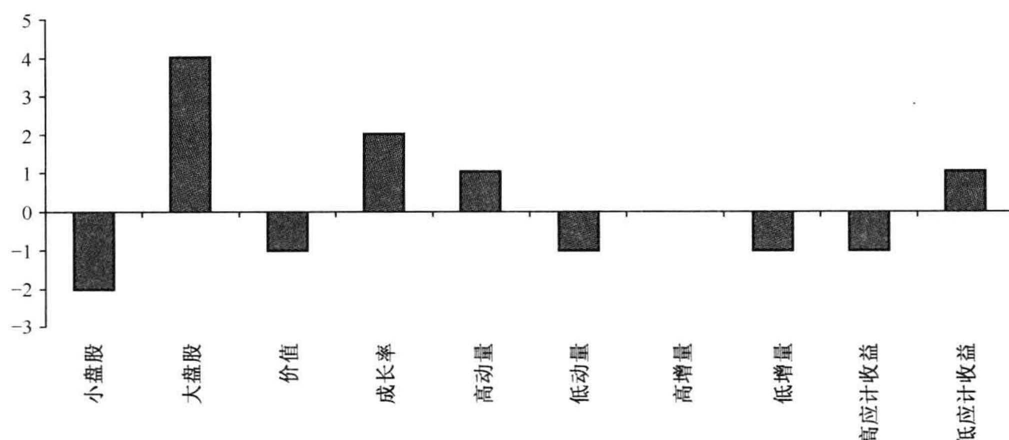


图 1-12 机构投资者与美国市场（权重的差异）

资料来源：Lewellen，2009。

莱维林认为：

很明显，机构在总体上不过是持有整个市场的组合而已，至少从净收入的角度看，我们可以这样认为。他们的全部组合几乎完全是在模拟整个市场的价值加权指数，按照 CAPM 模型，反映个别风险的贝塔系数为 1.01，而反映市场系统风险的每季度阿尔法系数则只有 0.08%。在总体上，机构投资者绝不会把赌注放在账面—市场价值比（book-to-market）、市场动量（momentum）及应计收益（accrual，即：每股净收益扣除每股经营活动净现金流量的差额）等某些预测回报率的主要股票特征上。可以认为，就机构持有组合与市场整体组合的偏离程度而言，他们似乎更关注特殊性质的收益——某些不是特别成功的因素。另一个推论则是，总体上，机构投资者并不像我们想象的那样，会利用某些异常因素去追求组合均方差的最大化（以高风险博取高回报）。

按照我们的说法，机构投资者最担心的是职业风险（失去自己的饭碗）和经营风险（管理资金的损失），而并非正在做的事情是否正确！

第二个需要提醒各位注意的是，兰迪·科恩（Randy Cohen）、克里斯托弗·波尔克（Christopher Polk）及伯恩哈德·希里（Bernhard Silli）的一篇论文。文中，他们对美国基金经理在 1991 ~ 2005 年间提出的各类“最佳思路”进行了分析。“最佳思路”表示为基金经理实际持有比例及其在市场指数中所占权重之间的最大差异。

这些最佳思路的表现令人震撼。通过对全部积极型基金经理业绩排名的前 25% 的“最佳思路”进行研究，科恩等人发现，他们的年均回报率为 19%，相比之下，市场大盘的年均收益率则是 12%。这就是说，基金经理最有信心的那些股票，在业绩上要远远胜过市场大盘。

由此，我们可以推断出，这些基金经理持有的其他股票拖累了他们的整体业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过分关注相对业绩以及对落后于随机性基准的顾虑，是业绩不足的主要原因。

有一件事始终让我难以忘怀：一家大型基金公司要求价值投资经理按"完全组合"进行操作。他们的意思就是，基金经理在选择持有股票时，应尽量保证整个组合接近于由全部股票构成的全市场指数！

这恰恰反映了科恩等人的观点："共同基金经理的以往拙劣表现，并不是因为他们缺乏优秀的选股能力，而是因为鼓励他们过度多元化的制度性因素。"因此，这就像约翰·邓普顿爵士说的那样："如果你不能做到与众不同，你就不可能创造出超人一等的业绩。"

由此可见，所谓的 EMH 核弹，更多的不过是晚会上的烟花而已，而绝不是什么大规模杀伤性武器。EMH 肯定会让大侦探福尔摩斯大失所望，因为就像福尔摩斯说的那样："在掌握证据之前就去妄下结论，绝对是不可饶恕的错误。因为这样做的人，实际上就是在削足适履，而不是用理论去反映现实。"

如希勒所言，EMH 是"经济思想史上最显而易见的错误"。EMH 的理想归宿就是历史的垃圾箱。我们必须放弃以 EMH 去教书育人，不要再用毫无意义的 EMH 为那些无辜者去洗脑。对此，美国锐联资产管理有限公司（Research Affiliates LLC）创始人、董事长罗伯·阿诺特（Rob Arnott）曾提到一个非常有说服力的小故事，在一次为 200 多位金融学教授进行的演讲中，他问听众，有多少人曾教授过 EMH 理论——几乎在场的所有人都举起了手。之后，阿诺特又问他们，有多少人相信 EMH——只有两个人继续举着手。

英国注册金融师协会似乎也接受类似的观点，他们发现，67% 的被调查者认为，市场的行为方式并非理性。有一位记者曾咨询过我对这个问题的看法，我只说了一句话，"狗屁！"但还是有 76% 的人认为，行为金融学的势力还不足以推翻现代组合理论（MPT），并成为投资学的基础。这当然是毫无意义的废话。成功的投资者并不是因为有了 EMH 和 MPT，才会真正成为成功的投资者。实际上，绝大多数成功的长期投资者都是价值投资者，他们对 EMH 和 MPT 的大部分理论和观点不以为然。

既然如此，我们最终是否会彻底废黜 EMH 呢？对此，我本人持悲观态度。当投资者问及这场危机可以带来哪些教训的时候，GMO 主席杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）回答，"在短期内，教训深刻，在中期内看，教训一般，从长期上看，毫无意义。历史已经无数次演绎了这个规律"。而约翰·肯尼思·加尔布雷斯（J K Galbraith）[㊀] 则指出，市场最大的特征之一，就是"金融思想的极端短暂性……在人类发展的进程中，极少有什么领域像金融界那样，能够写进历史的记载几乎微乎其微。"

㊀ 1908～2006，美国经济学家，新制度学派主要代表人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

CAPM＝垃圾[㊀]

资本资产定价模型（CAPM）是一个阴谋。它总会悄然无声地渗透到各种各样与金融有关的讨论之中。只要提到阿尔法系数和贝塔系数，我们就会不由自主地想到CAPM。实证检验表明，这个结论本身就是一个伪证。无论在形式上，还是在实质上，它都是不成立的。因此，我们必须放弃阿尔法、贝塔或是追踪误差，去关注如何在可接受风险的情况下，创造总回报的最大化。

- 无数证据表明，CAPM 绝对是一无是处的垃圾。贝塔系数也不能合理反映风险水平。因此，如果分析师把贝塔系数作为主要变量，在预测未来股价时遇到大麻烦自然也就不足为奇了。
- CAPM 严重低估了低贝塔系数股票的收益，明显高估了高贝塔系数股票的回报。遗憾的是，我们这个行业似乎有一个不好的习惯——把凭空杜撰的理论当成事实。这显然有悖于所谓的科学方法：把理论模型付诸实践，通过实证评判去检验理论模型的真伪。
- CAPM 的失败，在于它的前提明显有悖于现实。而最明显的就是它的两个基本前提：①对任何一只股票，我们都可以按自己的意愿建立任何头寸，而绝不受价格的影响；②每个人都可以利用马科维茨优化模型（Markowitz Optimization，MO）建立投资组合。但即便是哈里·马科维茨本人也没有使用过 MO 模型！毫无疑问，CAPM 是完全多余的资产定价模型（CRAP）。
- 职业基金经理似乎并没有两眼只盯着追踪误差。对于一个关注动态误差的投资者来说，真正的无风险资产并不是利率（如 CAPM 所说），而是市场本身。所以说，共同基金的现金水平似乎一直在经历着结构性下降——积极型管理已经成为贝塔系数的基准。
- 整个行业似乎已经越来越趋向于“可转移阿尔法”（portable alpha）策略，弱化超额收益的重要性。但如果说 CAPM 是谬论，那么，阿尔法系数与贝塔系数的分割至少会分散投资者的注意力，而最糟糕的是，这种人为分割实际上会干扰投资的真正目标——创造收益。而对阿尔法和贝塔的关注，似乎源于我们以递减性指标衡量一切事物的欲望。因此，我们必须规避投资的这个阴暗面，调整重心，重新把聚焦点汇聚在以最低风险为投资者创造最大总（净）收益的重心上。

㊀ 本文首次刊登于 2007 年 1 月 16 日的《Global Equity Strategy》。版权归德意志银行下属的德累斯顿银行。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本资产定价模型（CAPM）就像一个隐身的魔鬼。每当我们谈到金融时，它就会悄无声息地钻进我们脑海里。比如说，只要提到阿尔法和贝塔，你就会不由自主地想到 CAPM，因为把阿尔法和贝塔断然分开的，恰恰就是 CAPM 模型。

◇ 回顾历史

我们不妨回头看看，对 CAPM 的起源作一番简单回顾。实际上，CAPM 不过是哈里·马科维茨（Harry Markowitz）在 20 世纪 50 年代进行博士论文研究中提出的。马科维茨设计了一个精妙的分析工具，借此，投资者可以计算出每一只股票的权重，从而在既定风险的水平上，实现整个投资组合收益的最大化。运用马科维茨的方法，理性投资者将获得均值—方差合理搭配的有效组合；也就是说，他们将在预期收益既定的前提下实现组合方差（风险）的最小化，或是在既定方差的基础上实现预期收益的最大化。

马科维茨为全世界创造了一种威力无穷的市场分析工具，此后，无数人开始乐此不疲地操练着 CAPM。大约在 20 世纪 50 年代中期，弗朗哥·莫迪利安尼和默顿·米勒提出了股利与资本结构无关的观点。他们认为，市场是有效的（当时还没有人正式提出市场有效假说），投资者根本就不会关心收益被公司留存，还是作为收入被分配（这一点对后来的研究非常重要）。

到了 20 世纪 60 年代初，有效市场学派的两个部分终于登堂入室，成为不可动摇的神圣经典。CAPM 的第一部分由威廉·夏普（William Sharpe）、约翰·利特纳（John Litner）、杰克·特里诺（Jack Treynor）提出。在 CAPM 模型最完美的情况下，所有投资者都会心甘情愿地使用马科维茨最优化模型（MO）。随后，他们又找到了可以区分所有股票的单一元素。当然，这个无所不包的单一元素就是贝塔系数。

第二部分则是各种相关思想的大汇总，而有效市场假说本身的诞生，则是出自尤金·法玛之手（同样是一篇博士论文）。在这里，我不想大谈特谈市场的有效性，因为读者知道我的观点。

◇ 实践中的 CAPM

就总体而言，我们这个行业有一个坏习惯：把理论当成现实。作为一个强调实证的怀疑论者，我最感兴趣的还是 CAPM 在实践中是否行得通。

例如，图 2-1 摘自法玛和弗伦奇在 2004 年关于 CAPM 的一篇评论。他们运用 2～5 年期的年均收益，对 1923 年到 2003 年纽约证交所（NYSE）、美国证券交易所（AMEX）及纳斯达克（NASDAQ）的所有股票在 12 月的贝塔系数进行了检验。然后，他们按贝塔系数建立 10 个投资组合，并对这些组合的收益进行了为期 12 个月的跟踪。

图 2-1 标出了平均贝塔值十等分点对应的平均收益。直线表示根据 CAPM 进行的预测。很明显，这个模型的预测完全与现实情况相违背。CAPM 严重低估了低贝塔系数股票的收益率，高估了高贝塔系数股票的收益率。在长期内，贝塔系数与收益率在本质上不存在任何关联性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

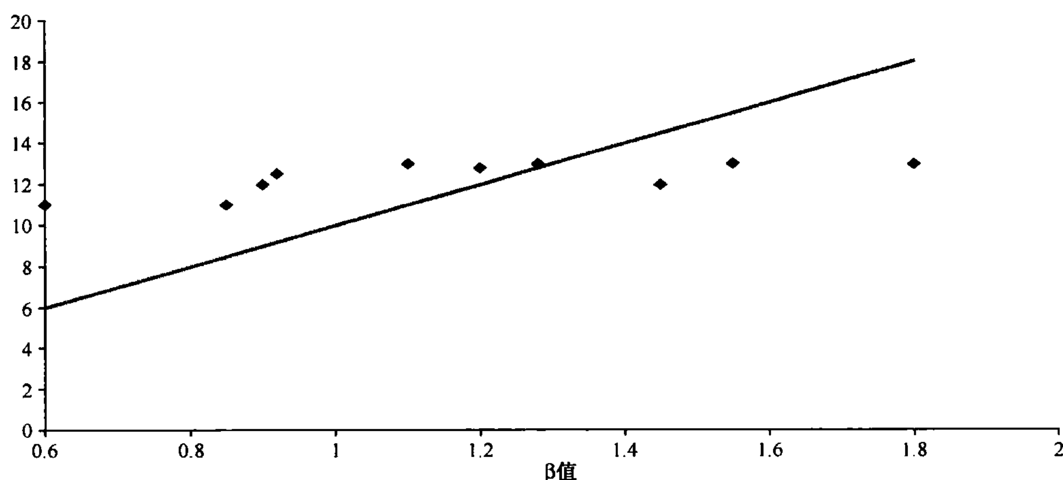


图 2-1 贝塔系数十等分点对应的平均收益（1923～2003）

资料来源：Fama 和 French，2004；德累斯顿银行宏观经济研究部（DrKW Macro research）。

当然，这就意味着我们最好建议投资者采取倾向于低贝塔、规避高贝塔的投资策略——这也是费希尔·布莱克（Fisher Black）[㊀]于 1993 年最早提出的投资策略。

但这绝不是价值的替代品。如表 2-1（摘自哈佛大学经济系助理教授 Vuolteenaho 最近发表的研究论文）说明，贝塔套利策略基本属于市净率（B/P）投资策略。例如，在成长类股票（市净率 B/P 较低）中，低贝塔值长期投资与高贝塔值短期投资的平均收益率差异为 5%。

表 2-1 不同贝塔 B/P 组合对应的詹森指数（Jensen-alpha）

（年均百分比，1927～2004）

	低 B/P	2	3	4	高 B/P
高贝塔	-6.0	-3.0	-3.0	-3.0	-0.5
4	-3.0	-3.4	0.5	1.0	3.4
3	0.5	-0.2	-0.5	2.0	3.8
2	1.0	1.0	2.0	3.0	5.0
低贝塔	-1.0	1.0	2.0	5.0	7.8

资料来源：Vuolteenaho，2006；德累斯顿银行宏观经济研究部。

而在价值型股票（市净率较高）中，低贝塔值长期投资与高贝塔值短期投资的样本年均收益率约为 8.3%。因此，无论是成长型投资者，还是价值型投资者，都可以利用低贝塔投资策略。

来自 GMO 的杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）已经成为当今投资界的一颗耀眼明星，在 2006 年发表的论文中，他研究了 2006 年市值最大的 600 只美国股票：自 1963 年以来，拥有最低 β 值的股票具有最高的收益率，而 β 值最高的股票，其收益率却最低——这与 CAPM 的预测结果完全相反。而诋毁 CAPM 的证据还远远不止这些。（图 2-2）

㊀ 1938～1995，美国经济学家，布莱克—斯科尔斯模型的提出者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

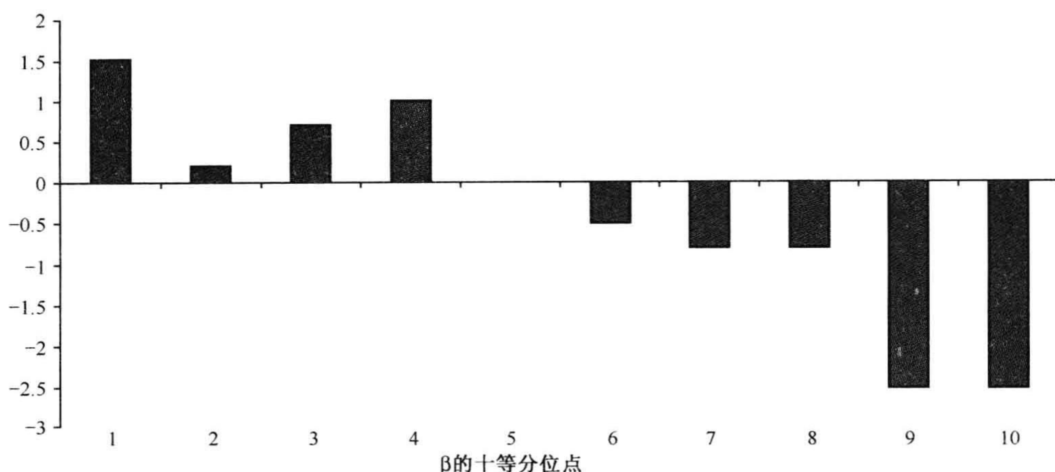


图 2-2　美国投资组合按 β 十等分位点实现的相对回报率（1963～2006）

资料来源：Grantham，2006；德累斯顿银行宏观经济研究部。

这种情况不仅局限于美国。在兴业银行数量研究部鲁伊·安图内斯（Rui Antunes）的协助下，我们对欧洲市场不同贝塔值的股票收益情况进行了检验。图 2-3 表明，低贝塔值股票的平均回报率超过高贝塔值股票！这无疑是另一个直接与 CAPM 相矛盾的证据。

CAPM 的另一个观点认为，资本加权市场指数是有效的（按均值—方差衡量）。假如每个人都接受相同的收益分布，而且所有投资者均面对相同的投资机会，那么，所有人最终都将持有相同的组合，而由此建立的组合必然是市场价值加权组合。

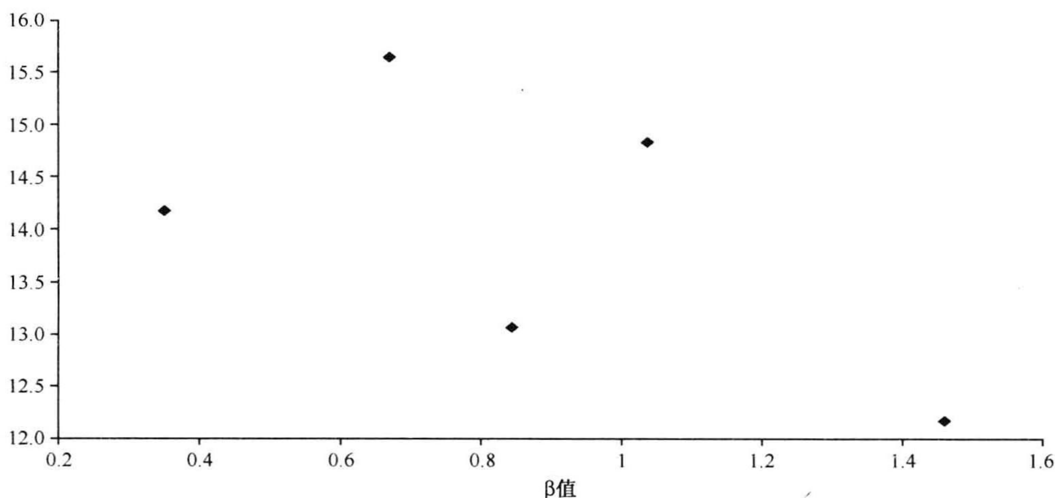


图 2-3　欧洲投资组合按 β 十等分数实现的相对回报率（1986～2006）

资料来源：德累斯顿银行宏观经济研究部。

大量的证据表明，在这一点上，CAPM 是错误的。比如说，罗杰·克拉克（Roger Clarke）、哈伦德拉·德席尔瓦（Harendra de Silva）和斯蒂夫·索雷（Steven Thorley）在最近一期《组合管理杂志》上发表的论文中指出，与具有市场指数的组合相比，最小方差的组合能在风险最小的情况下实现最大收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加州投资管理公司（Research Affiliates LLC）董事长罗德·阿诺特（Rob Arnott）及其同事发现，与市值加权指数相比，基本加权指数（fundamentally weighted indices，投资组合中的每只股票并不是按其市值进行加权，而是按照收益和股息等基本度量确定其权重）的收益更高，风险更低㊀。请记住，基本加权指数依旧属于消极型指数（因为它具有一套可以按公式化实施的透明性规则）。

如图 2-4 显示了基本加权指数与 MSCI 指数（摩根士丹利资本公司发布的基准指数）在单位风险下的收益情况。我们可以清晰地看到，以均值—方差衡量，市值加权指数并非有效。从 1984 年到 2004 年，基本加权指数的年均收益率高于 MSCI 市值加权指数 278 个点。此外，相比于同等的 MSCI 指数，基本加权指数不仅收益更高，而且实现这种超额收益所承担的风险也更低——其平均波动率较 MSCI 指数低 53 点。由此可见，CAPM 的某些观点是完全错误的。

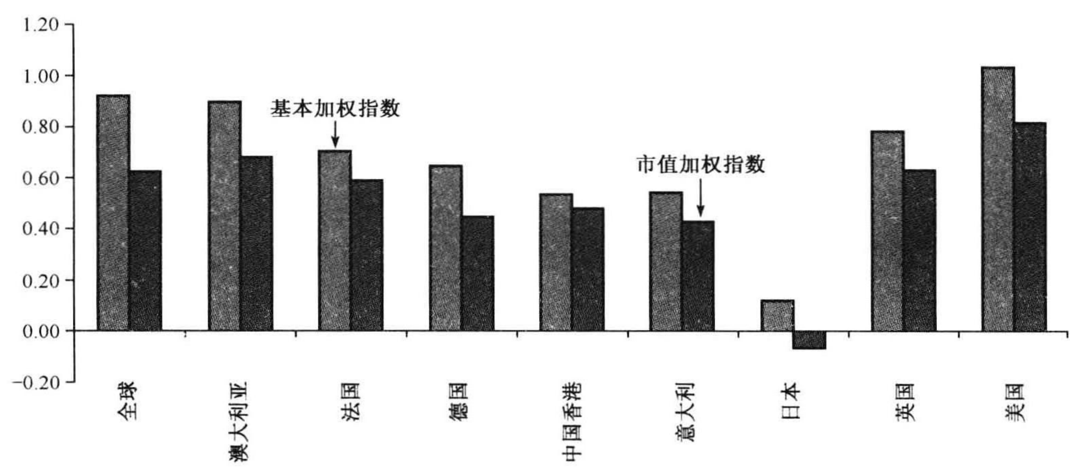


图 2-4　基本加权指数与 MSCI 指数的风险调节收益（1984～2004）

资料来源：德累斯顿银行宏观经济研究部。

当然，那些对 CAPM 笃信不已的人（从实践依据角度说，这完全是盲目的迷信）要么辩称，我们根本就不可能对 CAPM 进行真正的检验（这还要感谢那些一无是处的理论学家），要么会说，更先进的 ICAPM（intertemporal CAPM，跨期资本资产定价模型）绝对不容置疑。遗憾的是，ICAPM 的基本要素至今尚未得以明确，因此，我们面对的依旧是一个空洞无物的理论。对这两个 CAPM 理论的辩护对实务操作者毫无意义。

本杰明·格林厄姆（Ben Graham）曾指出：

> 贝塔系数所衡量的不过是普通股历史价格的波动性而已。但最让我不解的是，今天的某些权威人士竟然把贝塔思想与风险概念混为一谈。价格具有波动性，但风险则不存在波动性。真正的投资风险并不是以股价下跌幅度在既定时期相对于整个市场的百分比来衡量的，而是体现为经济形势变化或管理不当而导致质量或收益能力下降的风险。

㊀ 相关示例见 Hsu 和 Campollo（2006）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ CAPM何以无效?

大量证据已经无可辨别地说明——CAPM 在实践中是行不通的。现在，我们需要回答的问题就是它何以失败。和每一个合格的经济学家一样，我在第一次学习 CAPM 的时候，老师也告诉我，一种理论的判断标准应该是实践中的成功，而不是它的前提和假设。但是，按照上面的证据，我们或许有必要简单剖析一下它的基本假设。

CAPM 假设:

1. 不存在交易成本（没有佣金，没有买卖价差）;
2. 投资者可以在不影响市场价格的情况下，针对每一只股票建立任何规模的任何头寸;
3. 无税收（这样，投资者就不必关心收益采取股利形式还是资本利得形式）;
4. 投资者均为风险规避型;
5. 投资者具有相同的投资时间跨度;
6. 投资者仅以均值—方差观点看待股票（这样，他们都将采用马科维茨最优化预测模型）;
7. 投资者通过分散化方式控制投资风险;
8. 包括人力资本在内的所有资产都可以在公开市场上自由买卖;
9. 投资者可以按无风险利率借贷资金。

显而易见，所有这些假设在实践中都是不成立的。其中，最关键的两个假设是“假设2” 和 “假设6”。当然，进行任何规模的交易而不在市场上留下任何痕迹，这显然是每一个大机构投资者的美梦，但无论多么美好，它毕竟是一场梦。

至于所有投资者均采用马科维茨最优化模型的想法，同样不切实际。在问及如何分配资产的时候，甚至是该模型的创始者哈里 · 马科维茨㊀。本人也认为: “我的目标就是最大程度减少未来可能出现的遗憾。因此，我把全部资产平均分配于股票和债券。” 乔治 · 阿克尔洛夫（George Aklerof）㊁指出，他一直把很大一部分资金投资于货币市场基金；他的依据很新鲜，也很中肯—— “我知道这非常愚蠢”。因此，即使是顶级天才似乎也不愿意接受 CAPM 的观点。

为数不多的几个所谓 “理性” 市场参与者，根本就不可能让整个市场去欣然接受 CAPM 创造的解决方案。而唯一严格成立的假设就是：我们都在使用马科维茨最优化模型。

除此之外，机构基金经理也不会把市场变动程度作为判断风险的量度。我从未遇到过不关心上涨标准差的单边做多投资者，但这丝毫不影响他们的盈利能力。

我们这个行业一直痴迷于以追踪误差来衡量风险，而不是考虑收益的变动。它们根本就不是同类。追踪误差衡量的是基金经理投资组合的收益与股票指数收益之差的

㊀ 值得注意的是，他最近在《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）上发表的文章中认为，如果打破 CAPM 的无限制借款假设，那么，整个模型的结论将出现颠覆性改变，此时，市值加权组合不再是最优组合，贝塔也不再与收益保持线性关系。具体见 Markowitz（2005）。

㊁ 加州大学经济学首席教授，因 “不对称信息市场分析” 而分享 2001 年诺贝尔经济学奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动性。在以追踪误差构筑投资组合的情况下，无论是低贝塔股票，还是高贝塔股票，都没有任何意义。

对于关注动态误差的投资者，真正的无风险资产并不是利率，而是市场指数。因此，如果你购买的是市场组合，那么，得到的动态误差必然是零（这也许就是共同基金现金水平似乎一直保持结构性下降的原因之一，见图 2-5）。



图 2-5 美国共同基金的现金水平（占总资产的百分比,%）

资料来源：德累斯顿银行宏观经济研究部。

◇ CAMP 的现状与未来

大多数高等学府仍然把 CAPM 作为最基本的资产定价模型（也可能同时采纳 APT 模型）。法玛和弗伦奇（2004）认为：

> CAPM 的吸引力在于，它为我们如何衡量风险以及与其收益与风险的关系提供了一种强大而易于接受的预测工具。不幸的是，这个模型的实证记录却非常糟糕——太过于糟糕，以至于根本就不能为它的实践运用提供有说服力的证据。

不要忘记，这可是出自市场有效性的鼻祖和 EMH 领军者之口。

通常，分析师会计算贝塔值，并以此作为资本成本分析的基本输入变量。但证据表明，贝塔系数绝对是非常糟糕、非常不恰当的风险度量指标，因此，分析师们在用它来预测股价时，经常会感到心有余而力不足。这一点也不奇怪！

整个行业似乎都在越来越执迷于阿尔法和贝塔。如果用相关文献提及的次数表示市场关注度，那么，“可转移阿尔法”[1]策略绝对是最热门的话题之一。图 2-6 是以往几年内相关文献提到“可转移阿尔法”的次数（12 个月）。粗略看看这张图表，我们就

[1] 又称“α 和 β 分离法”，基本思路就是在赚取市场收益的同时，追求超额收益的最大化。按照摩根士丹利的定义，即在不影响组合战略资产配置的情况下，利用金融衍生工具将一种投资战略产生的超额收益转移到另一种投资战略的基准收益之中。从投资操作上讲，首先是利用部分资金购买股指期货或其他金融衍生品，以实现系统风险 Beta 带来的市场收益，然后利用剩余资金进行低风险投资来获得 Alpha 带来的超额收益。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以发现，这个话题正在引发人们展开越来越多的讨论。

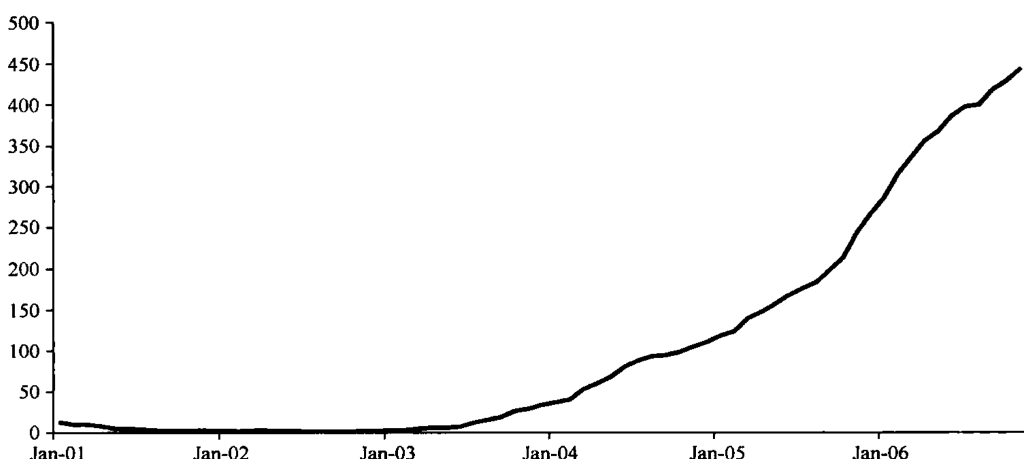


图 2-6　相关文献提及可转移阿尔法的次数（12 个月合计）

资料来源：德累斯顿银行宏观经济研究部。

不过，每提到阿尔法和贝塔的时候，我们都应该记住，它们来源于 CAPM。没有 CAPM，阿尔法和贝塔就毫无意义。如果你愿意的话，当然也可以选择按资本加权指数比较你的投资业绩，但这与投资业务本身毫无干系。

上面提到的罗德·阿诺特进行的研究，已清楚地表明，这些概念之间存在着某种关联。尽管在管理上略显消极，但基本加权指数优于资本加权指数这一事实足以说明，要把阿尔法和贝塔断然分开是多么的困难。

但“可转移阿尔法”策略也许并不像其倡导者所宣传的那样光芒四射，也不像他们说的那样令人信服。比如，如果一个基金经理管理的对象是“罗素 1 000 指数”（Russell 1000），现在，我们想把“罗素 1000 指数”的阿尔法（超额收益）与标普 500 指数的贝塔（系统收益）嫁接到一起。考虑到两者均为国内大盘股指数，因此，它们在成分股方面存在很大重叠。如此说来，无论是做多还是做空，投资者最终都将持有相同的股票组合——而基于转换过程中浪费的成本，这一结果显然是高度无效的。

现在，“可转移阿尔法”策略的拥护者开始改口，声称这个策略显然最适合于阿尔法与贝塔不相关的情况，比如说，把日本股票管理者的阿尔法与标普 500 指数的贝塔组合到一起。但是，如果投资者已经在其全部组合中做多日本股票，那么，他们最终还是要遇到上述做空做多最终会归于一处的问题。只有在阿尔法与现有组合的所有成分股都不相关时，“可转移阿尔法”策略才有真正意义。

我的同事塞巴斯蒂安·兰赛特（Sebastian Lancetti）为我提供了另一个示例。人们通常认为，对冲基金是创造阿尔法（超额收益）的发动机。但所谓的投资超人却告诉我们，他们在很大程度上还是要依赖于阿尔法（市场收益）。如果像这些超人所说的那样，每个人都可以用六因素模型复制他们的业绩，那么，这里也就不存在什么明显的超额收益了。

此外，超额收益（α）只是一个暂时性概念。一个基金的阿尔法值在很大程度上取决于衡量其业绩采用的基准。在最近的一项研究中，伊利诺斯州大学约瑟夫·拉科尼绍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克（Josef Lakonishok）、路易斯·陈（Louis K. C. Chan）以及佛罗里达州大学的贾森·卡瑟斯基（Jason Karceski）发现，各类大盘股成长基金的超额收益率一般在0.28%~4.03%，具体取决于收益率的衡量标准。而对于大盘股的价值型基金，其超额收益率却是在-0.64%~1.09%之间。

对于投资者来说，用阿尔法和贝塔这样的术语来描述基金经理和市场波动创造价值的概念，或许是再方便不过的方法，但他们也冒着阻碍投资真实使命的危险——创造收益。

对所有投资者，最简单的检验就是“如果是我自己的钱，我会这么做吗?”如果答案是“否”的话，那么，你同样不应该这样对待客户的钱。你会关心自己投资组合的追踪误差吗？我建议大家作出否定的回答。在一个没有CAPM的世界里，根本就不会存在贝塔的概念。作为一种衡量风险调整收益的标准量度，它根本就不能衡量任何有意义的对象，更糟糕的是，它在深层次上会严重扭曲我们对投资业绩的看法。

我们对阿尔法和贝塔的痴迷或许源于我们试图衡量一切事物的欲望。这种对业绩衡量的迷恋绝不是什么新鲜事物。在研究一篇介绍凯恩斯和本杰明·格林厄姆的论文时，我偶然看到鲍勃·科比（Bob Kirby）写于20世纪70年代的一篇文章。科比是资本管理集团的首席基金经理，当时，他直接管理“资本守卫基金”（Capital Guardian Fund）。他认为：

> 业绩衡量指标就是那些在实践中基本失控的“好办法”之一。在很多情况下，业绩指标的泛滥已经阻碍了它本应服务的真正目的——也就是说，让已投资资本实现可以接受的回报率。在业绩指标的十几年进化过程中，已经为实践所证明的副作用包括：
>
> 1. 它杜撰出一个不切实际的观点：可以在2~3年内对一个基金管理机构的业绩进行评估——实际上，至少需要5年，甚至是10年的时间，才能对基金管理作出客观的评价。
> 2. 它一直试图以大功能计算机为载体，对原本只能有限度地接受定量评估、必须以主观评价才能获得有价值结论的函数，进行量化和公式化。

我们可以肯定地认为，类似于科比这样的好想法，完全可以像CAPM这样的糟糕想法一样持久稳定。1973年，科比曾拒绝买进风靡一时的快速成长型高市盈率股票。一位养老金管理者曾说，资本守卫基金“就像驾驶一架正在直线下跌飞机的飞行员，目瞪口呆，手足无措，这场游戏的名称就是自己‘身在何处’”。当然，如果科比也不知道自己身在何处，自然会让客户的资金付之一炬。

相对业绩指标也曾让本·格林厄姆失落迷茫。在一次会议上，一位基金经理声称：“相对业绩是我唯一关心的东西。即使市场崩溃，我的基金也崩盘，这都与我无关。我已经做了自己应该做的事情。”

格林厄姆的回应是：

> 这与我有关，难道你就一点也不关心吗？……这次会议上听到的声音让我感到无比震惊。从理性投资的角度说，以最短时间追求最高回报，绝对是毫无意义的竞争，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，机构在基金管理上的堕落，难免会让我感到不可理喻。这些人给我的印象是，他们已经变成手中业务的奴隶，而不是控制者……无论市场上涨还是下跌，他们都要为根本就无法实现的目标去许诺。

那么，在一个没有基准性市场指数的世界里，我们该如何是好呢？我认为，答案就是关注总（净）收益与可接受的风险水平。凯恩斯指出："最理想的策略……就是在赚取可观的资金利息的同时，确保本金贬值的风险达到最小化。"约翰·邓普顿爵士的投资第一宗旨就是，"对所有长期投资者，他们的目标只有一个——实现税后净收益的最大化"。客户必须按照基金经理承诺的最低收益率以及他们可以接受的收益率变动，去监督基金经理的经营业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

伪科学与金融：数字的横征暴敛与安全边际的荒谬无聊㊀

在现代金融领域中，人们对数字的偏爱已经取代了对批判性思想的追求和探索。只要是能和数字联系到一起的事情，就会被人们奉为福音真理。研究表明，人们经常被伪科学所愚弄。只要让事情变得更复杂，就能让人们越加信以为真！风险经理、分析师和咨询顾问都是用伪科学制造安全幻觉的罪魁祸首。因此，我们必须随时警惕，防止人为使用这些毫无意义的数字。批判性思维和怀疑主义永远是我们这个世界上放之四海而皆准（但也是最罕见）的工具。

- 维斯伯格（Weisberg）等人的最新研究显示，我们中的大多数人都很容易被貌似科学的东西所愚弄。他们用形形色色的偏见杜撰出标准的心理学依据，为伪科学披上科学的外衣。有些依据确实不错，有些则拙劣不堪（只是对这些偏见的重新包装）。无论是不错的解释，还是拙劣的解释，一旦吸收了毫无意义的科学信息，便会显得优雅无比。
- 加纳（Garner）等人发现，人们经常会因为“诱惑性细节”（seductive details，或称“花边消息”）而分散注意力。只要读上几段“有趣”但却毫无意义的文章之后。人们就会彻底忘记最重要的东西！这突然让我对分析师的世界有了一个新的认识。
- 金融领域到处都充斥着伪科学和“花边消息”。例如，风险管理就是最显而易见的伪科学，也是最高境界的伪科学。尽管风险价值（value at Risk，VaR）之类的指标可以让我们感到轻松惬意，但它实际上却只能创造出虚幻的安全感。“肥尾”(fat tail）现象的存在、内生相关性（endogenous correlation）以及采用动态输入(trailing input）的风险，共同造就了 VaR 的无效性。毫不奇怪，UBS 对 VaR 的过分依赖绝对是天大的错误，也是这个行业的核心问题之一。每一份报告都在不遗余力地畅想未来，总能让我们幻想到史上最疯狂的利润增长率！
- 市场分析师是伪科学的始作俑者。他们也是“花边消息”的制造者。绝大多数分析师的报告都充斥着“妙趣横生”但却毫无关联的信息。用小数点后两位数字的精度去预测未来 5 年的收益，绝对是可笑至极的荒诞之举。这样的数字一无是处。

㊀ 本文首次刊登于2008年4月29日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 业绩衡量指标是另一个伪科学在金融领域横行霸道的例子。阿尔法、贝塔以及追踪误差之类离谱的词汇，无非是为了混淆视听，让这个领域更加乌烟瘴气。“风格漂移”（style drift）、“基于持有组合的风格风险”（Holding-Based Style Analysis，简称 HBSA）以及“基于收益的风格分析”（Returns-Based Style Analysis，简称 RBSA）的意图，不过是使这个行业显得无比重要。然而，一旦触及数字背后的真正动因，它们就会漏洞百出。
- 仅仅因为能定义就说明一种事物是有意义的，这显然不合乎常理。任何方法都无法取代严格的批判性思维和深刻的质疑。仅仅因为能够量化就盲目信奉数字，无异于自取灭亡。

在现代金融领域，人们对数字的偏爱已经取代了对批判性思想的追求和探索。这是一种让人感到极度悲哀的趋势。请不要误解，我的最大爱好，就是用实证依据去验证流行于这个行业中的传说，我把这种方法称为“基于证据的投资”（Evidence Based Investing）。不过，在很多情况下，我们似乎还是在把伪科学当做绝对真理，把一切用数字衡量的东西当做现实。

◇ 伪科学的蒙蔽性

迪恩娜·斯科尔尼克·维斯伯格（Deena Skolnick Weisberg，2008）等人的最新研究揭示出伪科学欺骗和蒙蔽我们的种种方式，以及我们在面对伪科学性的答案时是多么的不堪一击。

维斯伯格设计了一个精妙的试验，他们向三组试验对象（对神经学一无所知的学生、神经学专业的学生和神经学专家）展示一组神经现象的表象性，这些现象在如下两个维度上略有不同：①解释的质量；②神经学的运用。

表 3-1 就是一个讨论“知识的诅咒”（curse of knowledge）[㊀]的样本。在每一种情况下，“好”解释代表研究人员给出的正确解释；而“坏”解释则是对现象的循环赘述，根本就不具有说服力。

在“按神经学解释”的情况下，直接提供了与参与所讨论现象一般过程的大脑相应区域有关的信息。但是，由于这些信息为已知的，因此，它们不应对解释的判断产生任何影响。

表 3-1 知识的诅咒

	“好”解释	“坏”解释
按神经学解释	研究人员声称，这种“诅咒”的出现，是因为主体不能及时转变观点，全面考虑其他人的想法，因而错误地把自己的观点强加于他人	研究人员声称，这种“诅咒”的出现，是因为主体在判断其他人的知识时会出现更多的错误。人们更擅长于对自己知道的事物作出判断

㊀ 一种思维倾向，每个人都会把自己习以为常的事物想象成普遍常识。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	“好”解释	“坏”解释
非按神经学解释	大脑扫描显示，这种“诅咒”的出现源于大脑的前额叶，人们已经发现它是进行自我认知的主要器官。主体不能及时转变观点，全面考虑其他人的想法，因而错误地把自己的观点强加于他人	大脑扫描显示，这种“诅咒”的出现源于大脑的前额叶，人们已经发现它是进行自我认知的主要器官。主体在判断其他人的知识时会出现更多的错误。人们更擅长于对自己知道的事物作出判断

资料来源：Weisberg 等人，2008。

研究人员要求参与者对这些现象的解释作出评价，并在适当情况下告诉他们，某些解释可能是错误的。试验对象按 7 分制（-3 到 +3）给出评分（其中，“-3”为非常不满意的解释，+3 为非常满意的解释）。

图 3-1 到图 3-3 为针对三组试验对象的结果。在不具备任何神经学知识的情况下，第一组“门外汉”（没有接受过任何神经学或心理学培训的学生）非常精确地对“好”解释和“坏”解释作出了区分（图 3-1）。不过，一旦为他们提供相关信息，他们的分辨能力反而大打折扣。尤其需要指出的是，相比于没有用神经学术语表达的“坏”解释，他们对包含神经学元素的“坏”解释作出了非常积极的评价。

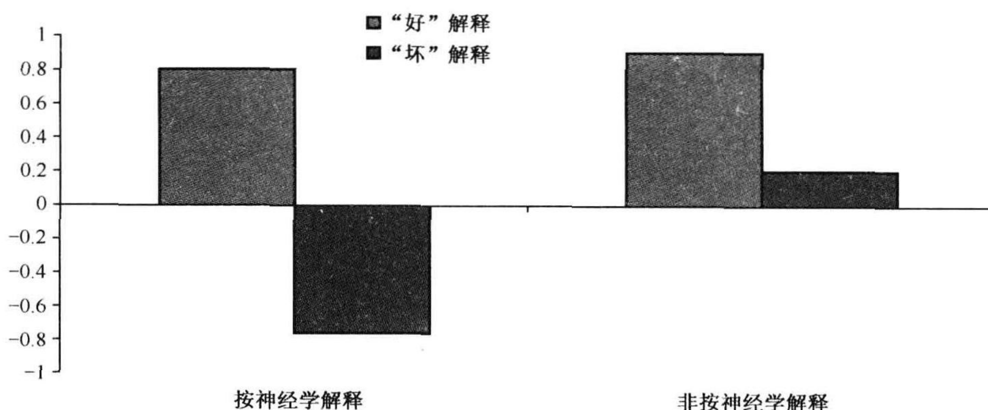


图 3-1 “门外汉”对解释质量的评价

资料来源：Weisberg 等人，2008。

第二组由已经接受过中级神经学教育的专业学生组成。这些学生应该已经掌握了神经学试验的基本原理和程序。不过，图 3-2 却表明，他们的答案在质量上并没有比“门外汉”好多少。他们似乎更看重神经学的表现形式，而并不看好缺乏神经学专业术语的“好”解释。披上了神经学外衣的“坏”解释，再一次得到了他们的吹捧。他们似乎对研究对象的外在形式更感兴趣。

最后一组的成员都是“专家”——全部在神经学或是心理学领域取得较高的学术学位。这一组表现出明显不同于前两组的方式。如图 3-3 所示，即使不动用神经学理论，这一组也能对“好”解释和“坏”解释作出区分。此外，在面对大量神经学信息的情况下，他们反倒会低估无数“好”解释的质量。也就是说，对于那些采用大量没有意义的神经学理论的解释，他们能作出有效的识别和评判。这一结论也再次说明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神经学信息毫无价值。

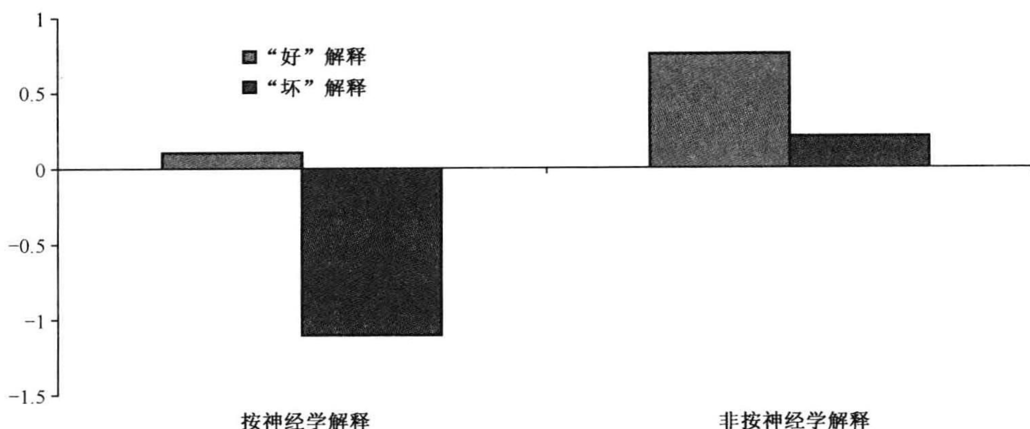


图 3-2　专业学生对解释质量的评价

资料来源：Weisberg 等人，2008。

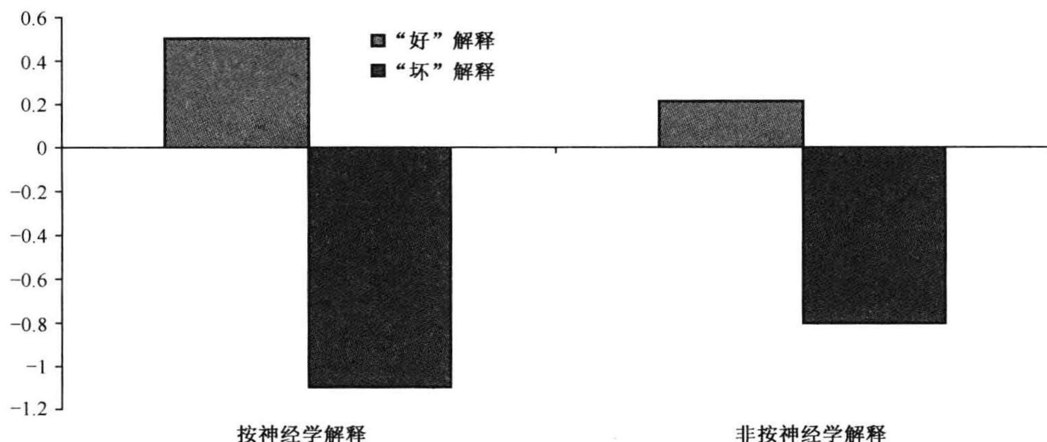


图 3-3　"专家"对解释质量的评价

资料来源：维斯伯格等人，2008。

◇ 看电视有助于改善数学能力

大卫·麦凯伯（David P. McCabe）和阿兰·卡斯泰尔（Alan D. Castel）在 2008 年发表的论文，为我们认识伪科学的盲目性提供了又一个力证。他们请试验对象阅读三篇短文，每篇文章均描述了虚拟的脑部成像研究结果。这些文章的结论均没有相应的数据支持，这就给试验对象在评价结论的合理性时留下了值得怀疑的空间。

一篇文章声称"看电视会影响到数学能力"，并据此认为，由于看电视和解决数学问题都会激化颞叶的活动，因此，看电视有助于改善数学能力。三篇文章分别以柱形图、脑部成像图和纯文字的形式对这种活动上的相似性进行了描述。每篇均为 300 字，且全部打印在一张纸上，并在文中配以图表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在阅读完每篇文章之后，试验对象需要对文章科学风险的合理性作出评价。评价结果采用四分制，分别用 1 到 4 这四个数字代表“强烈反对”、“反对”、“支持”和“强烈支持”。

图 3-4 显示了试验对象对三种表达方式的评价结果。在这里，他们再一次被貌似权威的脑部成像图所愚弄。在他们看来，以这种形式表达的研究结果更科学、也更合理！

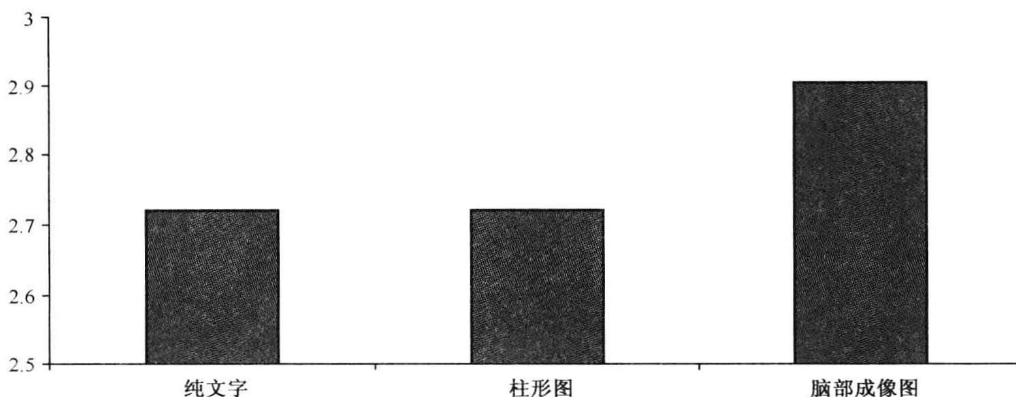


图 3-4 对三种表达方式的评价结果（1 = 最低，4 = 最高）

资料来源：David P. McCabe 和 Alan D. Castel，2007。

“诱惑性细节”

总之，这些结论与一项针对“诱惑性细节”的大规模研究不谋而合。在发布于 1989 年的论文中，鲁斯·加纳尔（Ruth Garner）及其同事首次发现，影响人们判断能力的往往是“有趣”但却“毫无意义”的噪声。在他们的论文中，试验对象将阅读三段文字，比如：

有些昆虫是独居的，有些则是群居的。独居的黄蜂被称为蜾蠃蜂。泥黄蜂就是一种蜾蠃蜂。叩头虫也是独居的，在受到威胁时，它们会仰面倒在地上，腿紧紧地贴在身体两侧，将身体弹入空中，并发出“咔”的一声。

很明显，最主要的信息就是第一句。叩头虫的故事很有意思，但毫无意义。有些人拿到的文章只有最关键的信息，但有些人拿到的文章则像上面这段话一样，包含一些废话。

在阅读这些文字之后，要求试验对象回忆文中最重要的信息。事实表明，回忆重要信息的能力在很大程度上依赖于文中是否包含诱惑性细节。如果阅读的文章只包括重要事实，那么，93% 的人都能回忆起基本的重要内容。而面对那些包含有诱惑性细节的文字的文章，却只有 43% 的人能回忆起重要内容！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 见诸金融实践

风险管理

很早以前，我就曾听到过人们对风险管理的批判（如《*Behavioural Investing*》的第 36 章）。这是一个我们被数字所蒙蔽和欺骗的典型事例。尽管一个能代表风险价值（VaR）的数字会让我们感到更惬意，貌似更有说服力，但它几乎毫无意义。盲目信从原本就靠不住的数字，为我们一手造就了这种虚假的安全。

VaR 存在本质上的缺陷——它割弃了事件分布中我们原本应该最感兴趣的部分：尾部！因为只有尾部才能代表事件的常态。这无异于你买了一辆汽车，而销售商却向你保证：平时很灵，但是在遇到重大车祸时，却不能保证它一定会起作用。它还忽略了一个非常重要的事实：对很多金融实务来说，风险是内生的，而不是外生的（《*Behavioural Investing*》的第 36 章对此进行了阐述，并对 VaR 法进行了深入分析）。实际上，整个风险管理行业就是伪科学的一个典范：每个人都故弄玄虚地装作在衡量或量化根本就无法衡量或量化的东西。

对于 VaR 的失败，我近期最推崇的分析就是著名对冲基金经理、绿光资本公司（GreenLight Capital Inc）大卫·埃因霍温（Dave Einhorn）的演说（2008）：

因为对尾部视而不见，风险价值（VaR）为人们创造了一种虚幻的动机：去承受无限巨大但也无限遥远的风险。不妨考虑一场扔硬币式的投资。假设你的赌注是 100 美元，赌正面向上，那么，你的风险值就是 100 美元，即：有 99% 的把握可以判断，你的损失在 100 美元以内。现在，你损失 100 美元的概率实际上只有 50%，这显然是在你的承受范围之内。因此，在这种情况下，VaR 就等于最大损失（100 美元）。

再看看另一个例子：如果连续 7 次出现正面向上的情况，你赌 1 美元赔 217 美元。实际上，你获胜的概率要超过 99.2%。因此，即便理论上现在赔 21 700 美元，但你的风险价值却是零（实际概率 99.2% 已经超过置信度 99%）。换种说法，投资银行绝对不会拿自己的钱和你打这个赌。

按上述分析，我们就不会感到奇怪，瑞银集团（UBS）公开表示，最近发布的《瑞银集团资产损失股票报告》（*UBS Shareholder Report on UBS's Write-Downs*）中，在使用 VaR 时犯了一个错误：

过度依赖时间序列：制定风险价值和压力测试的历史时间序列以 5 年期数据为基础，而数据则来源于相对较为积极的成长期。在验证当前事件的过程中，常规工作的基础则是范围更广的经济发展及历史事件。尽管已向集团及 IB 部门高管层提交了新的统计方法，但后期事实表明，这些调整依旧未能适当考虑美国住宅市场，尤其是次贷市场的迅速增长。因此，“市场风险”函数并没有涵盖美国住宅市场这一更根本的属性。

缺少针对住宅市场风险因素的止损技术：同样的道理，公司未能建立有效的“风险因素止损”结构，以充分反映与住宅市场一般状况相关的要素，如违约率、贷款—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值比率[⊖]或其他对现有组合产生显著影响的因素。

过度依赖风险价值和压力测试：尽管美国按揭市场的违约率扶摇直上，而贷款发放标准则不断放松，但市场风险委员会（MRC）依旧依赖于风险价值和压力数据。这种做法在次贷资产（仅有一小部分接受保值）的敞口大幅膨胀期间内，依旧没有得到任何改变。市场风险委员会代表在对 UBS 治理层进行的述职报告中，也没有就 UBS 在各项业务中持有的次贷头寸作出适当披露。他们既没有向集团高层警告提交数字的局限性。也没有说明考虑国际金融环境的必要性，而集团高管也一如既往地没有对上述结论提出任何质疑。

"肥尾"现象的存在、内生相关性以及动态输入（trailing input）的风险，已为我们所知。尽管如此，人们还是在始终如一地使用这些方法，并且理所应当地辩解，有总比没有好。但我们一定要想到，有药未必比没有药更好，用药不当也许会让你一命呜呼。次贷危机，让这种对伪科学的错位信仰再一次付出沉重代价。

市场分析师及其数字之瘾

不过，伪科学也并不是风险管理者的独门绝技。市场分析师同样是始作俑者。他们是"花边消息"的制造者。无论怎样看，以小数点后保留两位数字的精度去预测未来 5 年的收益，绝对是可笑至极的荒诞之举。不要忘记，在 2000 年左右，华尔街雇用的分析师刚刚向我们展示出，他们是多么优秀的预测家，他们未卜先知的能力是多么令人瞠目结舌。

在 2007 年第三季度刚开始的时候，市场对美国股票收益率的平均预测结果为 5.7%，但是到了季度末，分析师们就把这个数字拦腰砍到 2.7%，而最终实现的收益率却只有 2.5%。分析师的预测结果居然比实际结果高出了 8.2%！

第四季度的预测情况甚至更糟糕。分析师最初预测的经济增长率为 10.9%，随后便调整为 7.9%。最终，标准普尔 500 指数的报告公布，美国公司收益实际下跌 22.6%，这就是说，他们对利润增长率整整高估了 33.7 个百分点，这恐怕也是历史上最大的预测偏差（见图 3-5）。

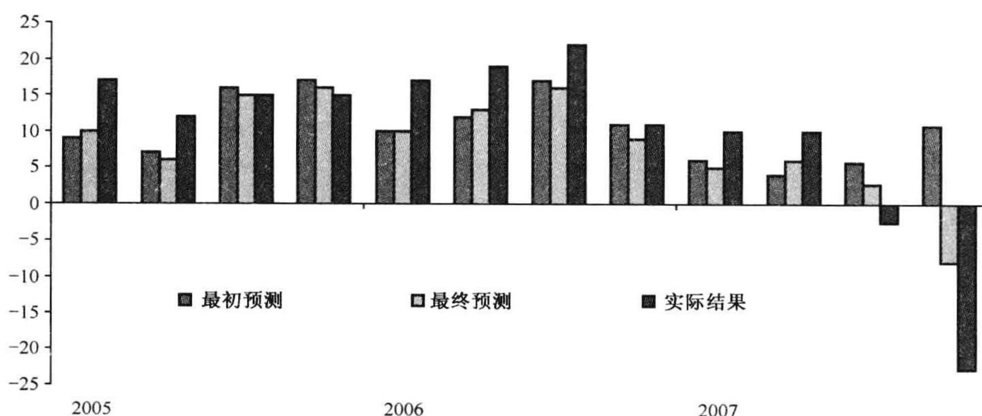


图 3-5 谁还需要市场分析师？利润增长率预测的近期表现（美国）

资料来源：彭博。

⊖ loan-to-value ratio，也称"按揭成数"，贷款额与抵押品公允价值的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，分析师们总是有话要说的：不要担心，到了下半年，一切都会好的。这样的数字一无是处。绝大多数分析师的报告都充斥着“妙趣横生”但却毫无关联的信息。尽管他们对2008年第一和第二季度分别作出了11.3%和3.5%的收益率下降的预测，但第三季度却出现了13.9%的增长率，第四季度更是猛增至54.5%！

客户真的在乎这些毫无意义的噪声吗？当然不会。不过，一旦有人问分析师为什么要制造这种垃圾时，他们总会一成不变地回答：“这是客户的需要。”难道买家真的对这些伪科学和它们的“诱惑性细节”情有独钟吗？

通过与卖方的交谈，我认为情况并非如此。和我交流过的基金经理，大多对分析师以市场预测等形式炮制的噪声置之不理。相反，他们喜欢听听那些正在做其他事情的分析师说些什么。不过，在这个问题上，我并非想一概而论，因为我的取样可能存在偏置！

实际上，就在我准备打印本书书稿的时候，我偶然发现一篇由阿什顿资产管理公司（Ashton Partners）的布莱恩·阿姆斯特朗（Bryan Armstrong）发表的研究论文，研究了卖方对买方习惯估计的重要性。被调查的30名基金经理都无一例外地指出，一致性估计（图3-6）对他们的决策过程非常重要！这确实让我感到很不安（见图3-6）。

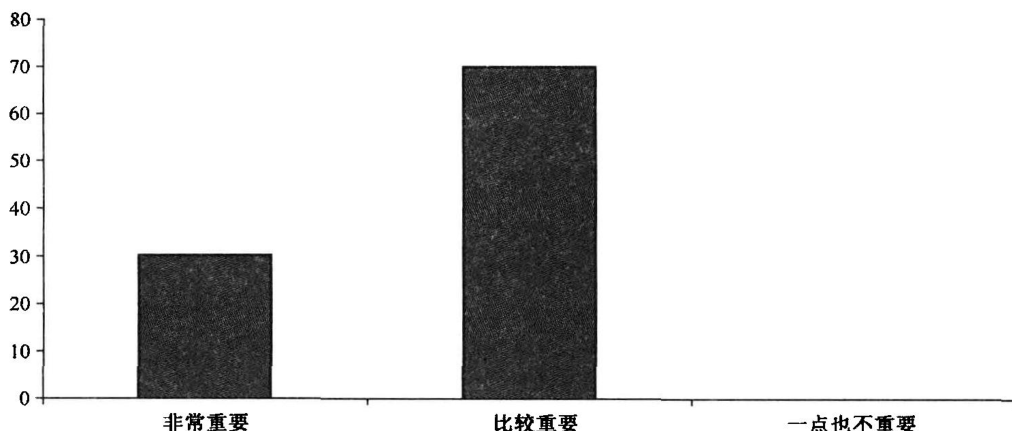


图3-6 基金经理对一致性估计作出各种评价的百分比

资料来源：阿什顿资产管理公司。

业绩衡量的伪科学性

在这里，我想批评的最后一个伪科学藏身之地就是业绩衡量指标。它当然也是对某个数字（最多也就是几个数字而已）迷信的另一个典型事例。阿尔法、贝塔以及追踪误差之类的荒谬辞藻，无非是为了混淆视听，让这个领域更加乌烟瘴气（参考第二章针对CAPM的批判）。

对积极型基金经理，使用追踪误差之类的指标，就如同在把一个拳击手推进拳台前告诉他，务必不要让对手拉开比分，而不是怎样去赢得比赛。

约翰·米纳汉（John Minahan，2009）最新发表了一篇妙趣横生的论文，名为“投资信仰系统”（Investment Beliefs），这篇文章让我认识到业绩指标伪科学本质的另一个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时，我对这个行业还不算了解……一名基金经理引起了我的关注，因为她的组合分析风格从价值型转变为成长型，为所谓的“风格原则”敲响了警钟。这位基金经理曾取得非同凡响的经营业绩，而那段时期恰逢成长型投资的业绩明显胜过价值型投资，由于成长股收益更高，因此，在表面上看，她似乎抛弃了价值投资理念。

但是对她的组合进行深入研究后却发现，这位基金经理在该期间的转手率非常低，今天被标榜为成长型的股票，在她买进时还被视为价值型股票。而这其中最关键的就是，她对很多股票作出了正确的判断：收益上升，而股价上涨更多，于是，这些股票被冠之以成长股的头衔。对于我问到的每一只股票，她都能对投资动机作出解释，对于那些仍然持有的股票，她的理由依旧没有变。这让我不禁开始怀疑，我使用的风格是不是过于粗犷，以至于还无法准确定位她的分析风格，而且她的风格在此期间始终未变。

在与实施项目的更高级顾问讨论我的顾虑时，他否定了我的解释。在他看来，风格型分析师是“客观不变”的，而这位基金经理的解释则是“主观易变”的。他告诉我，随着经验的增多，我就会对那些成长型基金经理心生疑惑。

这位高级顾问显然是极度地盲从于伪科学。仅仅能量化的东西，并不一定就是不可驳倒的东西。批判性思维永远是不可或缺的。米纳汉的分析更有可能是正确的。实际上，法玛和弗伦奇在2007年的研究中已经指出，大部分溢价来自于那些能有效穿越“风格边界”的股票（见表3-2）

表3-2 风格转换（美国，1927～2006）

	组合	减少	不变	增加	规模变动
平均超额收益					
成长型	-0.9	-12.0	0.8	15.6	-37.4
中型	1.2	-11.5	0.4	16.6	-31.1
价值型	4.8	-36.3	3.2	16.9	-31.7
平均转换概率					
成长型		10.9	87.5	0.7	0.9
中型		8.6	75.1	15	1.2
价值型		0.1	75.2	22.5	2.2
对超额收益的平均贡献率					
成长型		-1.2	0.6	0.1	-0.4
中型		-0.9	0.3	2.2	-0.4
价值型		0	2.3	3.3	-0.7

资料来源：法玛和弗伦奇，2007。

◇结论

作为一贯以实证思想看待金融问题的人，伪科学在金融界的滋生确实让人感到可悲。但这早已成为司空见惯的常态。对数字的盲目信奉正在腐蚀着整个行业。要彻底规避伪科学的“诱惑性细节”对金融业的侵蚀，我们就必须坚持批判性和怀疑性思维。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字并不代表安全。如果仅仅是因为一个风险经理告诉你风险价值是多少，这丝毫没有任何意义；如果一个分析师预测 Y 公司的交易价格将是 Y × 2010 年收益率，或是说某个基金经理的阿尔法系数为 3%，这同样毫无价值。只有放到具体环境之中，它们才是有意义的。因此，我们必须随时警惕，防止人为杜撰这种毫无意义的数字，去制造安全假象的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

分散化之险与相对业绩之争[一]

“分散化”是很多金融危机的基本要素。在认识分散化的时候，我们经常会采取过于狭隘的视角。投资者似乎忘记了，风险是内生的，而不是外生变量（这有点像轮盘赌）。而在股票的世界里，分散化更是被发挥到了极致。美国共同基金持有的股票平均数居然是在100～160只之间！之所以持有如此之多的股票，唯一的解释无非是对相对业绩的过分比较（而这些比较的核心便是“追踪误差”）。这也是业绩不佳的基本根源之一。

- 在金融领域，很多灾难都可以找到分散化的身影。例如，长期资本管理公司（LTCM）认为，正是由于“分散化”策略，才导致他们的所有头寸均有效地被“收敛”交易[二]。携带风险管理理论似乎吸纳了这个缺陷。而短期追踪数据的运用，又被认为创造了安全的假象。
- 在近期的大多数金融危机中，天真的分散化再次留下了它们的足迹。似乎没人想到一个不置可否的风险：美国正在经历一场全国性的住宅市场危机。格林斯潘认为，不动产“尤其不易于演化出泡沫”，他显然忘记了日本和中国香港的经历。
- 在色彩缤纷的股票世界里，分散化更是发展到了极致。美国共同基金持有的股票平均数竟然达到了100～160只，这简直是疯狂之举。其实，只要持有30～40只股票，就足以让我们享受分散化所能带来的绝大部分优势。更多的股票只能反映相对业绩的盲目对比，而其中唯一的追求便是追踪误差和职业风险。
- 科恩等人的最新研究表明，在1991年到2005年期间，“最佳思路”（Best Ideas，定义为基金经理实际持有比例及其在市场指数中所占权重之间最大差异的头寸）创造的回报率为15%，明显高于12%的市场年均回报率。这表明，基金经理的不佳业绩，大多源于他们对相对业绩的过分关注。
- “物理学妒羡”[三]正在金融领域酝酿成型。那一切都归结于数字的欲望正在侵蚀整个行业。和风险一样，分散化也不可能简单地皈依为某个数字。因为根本就不存在“最优”持股数这样一个数字。因此，投资者应该彻底摒弃他们的最优化思想，把目标集中到凯恩斯所说的“均衡化敞口，即不管个股头寸大小，尽量选择具有多种风险的投资对象，如果有可能的话，最好选择具有相反风险倾向的头寸”。

[一] 本文首次刊登于2009年4月7日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] convergence trade，通过类似证券在不同场合、不同时间的价格差异，来买低卖高，以通过这些证券价格最终趋于一致而实现套利。——译者注

[三] physics envy，自从西方心理学脱离了哲学怀抱之后，就一直试图跟随和模仿自然科学传统中的成熟学科，特别是物理学，故被弗洛伊德称为“物理学妒羡”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇有关“窄”分散化的危险

在金融领域，很多灾难的罪魁祸首中都可以看到“分散化”的身影。投资者把分散化奉为免费午餐。例如，长期资本管理公司（LTCM）遇到的一个主要问题就是所有交易均为“收敛”交易。在跨地区和市场对头寸实施“分散化”的同时，它们却收敛于共同的特征。因此，在市场出现明显背离时，LTCM 发现，他们精心构筑的“分散化”组合成了黄粱一梦。

以前，我也曾经常批评风险价值存在类似的错误。更令人遗憾的是，它采用较低追踪相关性（trailing correlation）实在太靠不住了。正如一句老话说的那样，在熊市里，唯一上涨的就是相关性。尽管缺陷如此明显，但无数圣贤高人依旧乐此不疲地把“现代风险管理法”奉为金融领域的一次重大突破。听听伯南克在 2006 年的评价，便可让我们略感一二：“市场风险和信贷风险的处理方式正在变得越来越复杂——在过去的二十年里，各种规模的银行机构在衡量和管理风险方面取得了巨大飞跃。”

在近期发生的大多数金融危机中，多元化都发挥了不可或缺的“作用”。布鲁斯·雅各布斯（Bruce Jacobs，2009）在《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）上发表的一篇文章中指出：“尽管金融机构已经考虑到抵押贷款池中借款人的多样性，但却没有关注到抵押贷款发起人和证券化机构（securitizer）的多元化问题。2007 年 7 月，次级住房抵押贷款支持证券[㊀]的恶化，最终在四家大型发行人的手里演化为一场惊天动地的危机。”

“缩小取景”（narrow framing，不能透过信息表达方式而认识其本质的习惯）也开始有所抬头，具体变现为一定信用等级的公司债券与同等级资产支持证券（Asseted-Backed Security，以下简称“ABS”）在违约率上的巨大差异。如表 4-1 所示，对于相同信用等级的投资级（高于 Baa）资产，相比之下，ABS 的违约率很可能要超过公司债券的 10 倍——而且表中数据还是 2006 年之前的数据。想想现在的情况会怎样呢？

除此之外，似乎没人想到一个不置可否的风险：美国正在经历一场全国性的住宅市场危机。格林斯潘认为，不动产“尤其不易于演化出泡沫”，他显然忘记了 20 世纪 80 年代末期的日本以及随后出现的中国香港房地产泡沫。相反，他还在大言不惭地宣称，美国住宅市场的基本特征就是“泡沫极少”。

表 4-1　5 年期滚动违约率

信用等级	公司债券（82－06）	ABS（93－06）	ABS 违约率/公司债券违约率
AAA	0.1	0.9	9
AA	0.2	6	30
A	0.5	5	10
Baa	2.1	20.8	10
Ba	11.3	48	4

㊀ Residential Mortgage-Backed Securities，简称 RMBS，以银行抵押贷款作为资产担保，通过证券化过程包装后发行的证券。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

信用等级	公司债券（82－06）	ABS（93－06）	ABS 违约率/公司债券违约率
B	27.7	58	2
Caa	50.9	82.8	2

资料来源：穆迪公司，SG Global Strategy。

对相关性的内在性缺乏正确的认识，这或许可以解释2003年到2007年期间投资者对衍生品的追捧。以前，我曾经把这称为“外生风险的神话”。投资者经常犯的一个致命错误就是，他们总以为市场风险和轮盘赌是一样的。在轮盘赌中，胜率是固定的，其他玩家的行动和你的决策毫不相干。遗憾的是，我们的世界更像是打扑克。在扑克游戏中，周围人的行为注定会影响到你的决策。

因此，其他信用等级衍生品的低动态相关性就成为“多元化”的理由。不过，他们却忘记了自己的行为必然会影响到相关性的本质。实际上，那些通过期货实施其现货策略的人还忘记了，他们的行为也会影响到市场的结构，促使现货延期交割（变成期货），从而带来负的滚动收益率。

实践表明，对分散化的狭隘定义，一次又一次地在金融市场灾难中扮演着反面角色。因此，投资者必须谨慎看待分散化在其投资组合中发挥的作用。

◇ 权益组合：另一个极端

与上述讨论不同的是，很多权益投资者似乎对分散化情有独钟。美国共同基金持有的股票平均数竟然达到了100～160只之间，对积极型基金经理而言，持有如此多的股票绝对是不可思议的。

正如沃伦·巴菲特的看法：“只有在投资者根本就不明白自己在做什么时，大范围的多元化才是必要的。”必须用160只股票才算是多元化的想法，完全是荒诞可笑的。图4-1表明，由30～40只股票构建起来的组合，基本就可以发挥多元化的优势。这就是说，只要持有30～40只股票，你的组合就可以基本获得相当于整个股票市场的波动性。为了创建该图表，我们选用了美国股票市场过去20年的历史数据，并对这些数据赋予相同的权重。

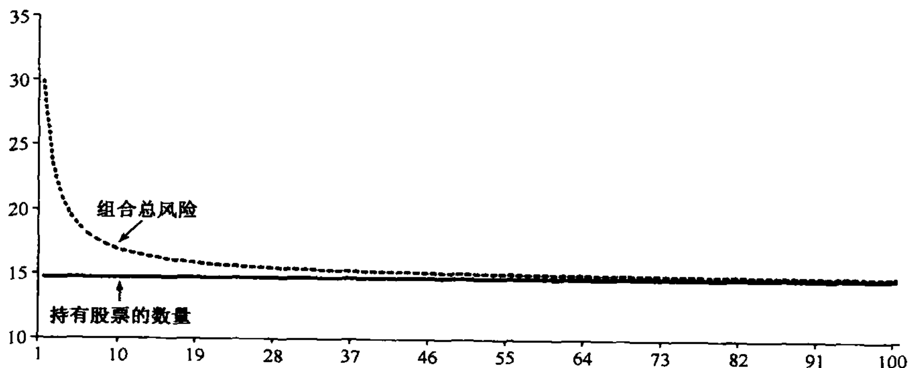


图 4-1 多元化：组合总风险为持有股票数量的函数

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也可以通过另一种方法看待这个问题，即：因组合中股票数量的增加而消除的非市场风险的百分比，如图 4-2 所示。持有两只股票，可以消除仅持有一只股票所承担风险的 42%；持有 4 只可减少风险 68%；持有 8 只可减少风险 83%；持有 16 只可减少风险 91%；持有 32 只可减少风险 96%。

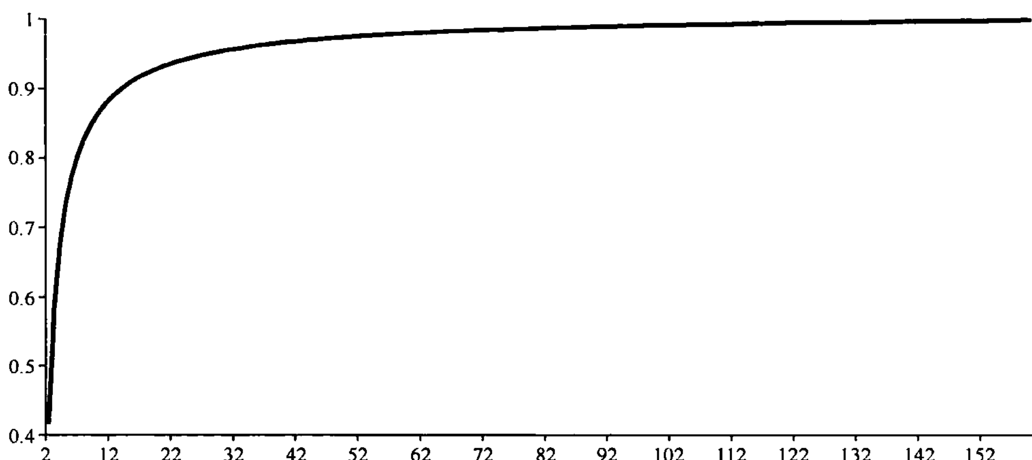


图 4-2　被消除的非市场风险为持有股票数量的函数

资料来源：SG Global Strategy。

今天，这已经不是什么深不可测的科学，既然如此，美国共同基金为什么还要持有 4 倍于正常数量的股票，去满足他们的多元化目标呢？

◇ 相对业绩比较的必然产物：糟糕的投资业绩

当然，答案很简单：大多数基金经理关心的并不是总风险水平，而是与业绩基准（市场指数）而言的相对风险。究其直接原因，就是塞斯·卡拉曼（Seth Klarman）所说的存在于当今基金管理公司中的“短期相对业绩竞争”。

卡拉曼认为大多数机构投资者“就像追逐自己尾巴的狗”。他还进一步指出：“面对短期低劣业绩招致的惩罚，他们很难坚持用长期的观点去看待投资，这一点不难理解，唯一需要长期考虑的，就是保住自己的饭碗。”换句话说，他认为“真正应该受到谴责”的就是基金经理和咨询顾问。

卡拉曼的观点是：

> 这场短期相对业绩的竞赛中没有胜者。在短期内试图战胜市场的企图完全是徒劳的……这样的努力只会分散基金经理的注意力，让他们忽略并最终失去长期成功的机会……因此，客户只能得到平淡无奇的投资业绩，唯一从这些活跃的市场交易中获利的，就是经纪商。

绝大多数职业投资者在为追求相对业绩而挥汗如雨的时候，根本就不会在乎客户拿到手的绝对回报。对他们来说，组合的总风险并不重要，真正有意义的只有动态误差；因此，这些投资者最关心的是某一只股票的特定风险，或者说异质风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据兰迪·科恩（Randy Cohen）等人的最新研究（2009），过度关注相对业绩已成为积极型基金经理总体业绩不佳的主要原因之一。他们对美国基金经理在1991～2005年间的各类“最佳思路”进行了分析。在这里，“最佳思路”表示为基金经理实际持有比例及其在市场指数中所占权重之间的最大差异。

有趣的是，这些基金经理的“最佳思路”中并不像我们预期的那样，存在很大程度的重叠度。科恩等人发现，70%的最佳思路不存在重叠性。被两个基金经理分享的最佳思路不到全部数量的19%，三人共同拥有的最佳思路更是只有8%（见图4-3）。

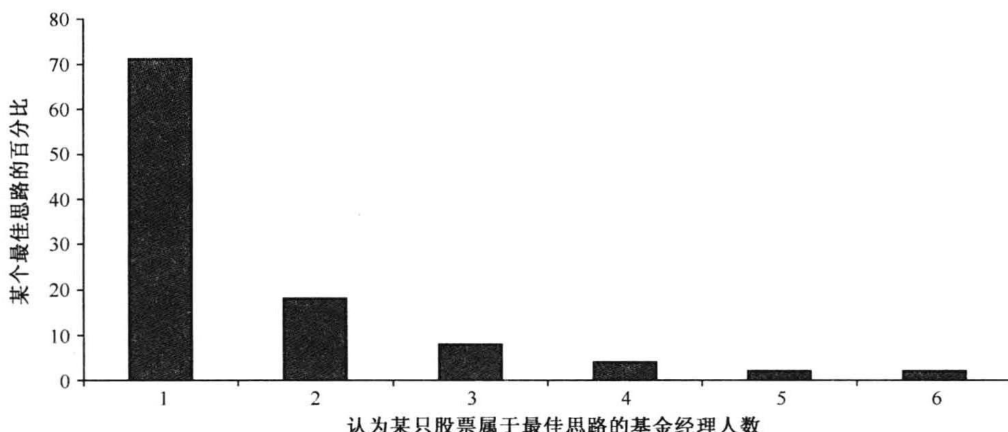


图4-3 最佳思路的重叠度（%）

资料来源：Cohen等人，2009。

这些最佳思路的表现令人震撼。通过对全部积极型基金经理在业绩排名前25%的“最佳思路”进行研究，科恩等人发现，他们的年均回报率为19%，相比之下，年均市场收益率则是12%。这就是说，基金经理最有把握的那些股票，在业绩上要远远胜过市场大盘。由此，我们可以推断出，他们持有的其他股票拖累了组合的整体业绩。因此，过分关注相对业绩，以及对落后于随机性基准的顾虑，是业绩不佳的主要原因。

对此，科恩等人得出的结论是：“共同基金经理以往的整体业绩不佳，并不是因为他们缺乏选股能力，而是刺激他们实施过度多元化的制度性因素。”而约翰·邓普顿则指出：“如果不能做到与众不同，你就不可能创造出高人一筹的业绩。”

◇ 多元化的超短期实践指南

和风险一样，分散化也不可能简单地皈依为某个数字。因为根本就不存在“最优”持股数这样一个数字。就像凯恩斯所说的一样：

> *以为持有大量公司的一点点股票就代表着安全，根本就没有对这些公司作出合理判断所需要的基本信息，而是买进信息充分的公司的大量股票，我认为这绝对是最滑稽不过的投资策略。*

凯恩斯还指出：“均衡化敞口，即，不管个股头寸大小，尽量选择具有多种风险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资对象，如果有可能的话，最好选择具有相反风险倾向的头寸。”

在轰动业界的《投资生存战》（*The Battle for Investment Survival*）一书中，杰拉德·勒伯（Gerald Loeb）也提到了多元化问题：

我认为，大多数账户包含了太多错误的分散化品种，但缺乏足够种类并且恰当的分散化元素。把相当比例的资金投资于石油、汽车以及铁路等股票的做法，我认为根本就没有任何意义……只有在资本已经达到足够挥霍的总量，或是不可能找到更合理的策略时，这种做法或许才是有必要的。

对于这一点，塞斯·卡拉曼的认识最为精辟。在格林厄姆和多德的《证券分析》（*Security Analysis*）第6版的序言中，他指出：

在多元化投资这个问题上，我认为人们往往会走上两个极端的错误。个别情况下，有些涉世不深的新手可能会在一个组合中就持有20%的一个甚至是两个头寸。而且这两个头寸很有可能又相互关联——比如说同处于一个行业，因此，它们完全属于同类型的赌注，只不过名字不同而已。

毋庸置疑，这样的集中已经到了荒谬的程度——当然，如果你对自己有充分的信心，而且又是你自己的钱，这也就无所谓了。但如果你还有客户的话，这显然不是一个好想法。

另一方面，我认为，1%的头寸太小，显然还不足以抓住为数不多的错误估价的机会。一旦发现这样的机会，你就应该乘虚而入，充分利用这些难得一见的机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

DCF 的危险[㊀]

从理论上说，折现现金流（Discounted Cash Flow，DCF）的确是评估价值的正确方法。但就像尤吉·贝拉（Yogi Berra）说的那样："在理论上，理论与实践之间并没有差别。但是在实践中，理论和实践却是有差异的。" DCF 的使用存在很多问题。首先，我们根本就不能预测未来，这就让整套理论变成胡说八道。即使我们可以回避这个让我们气馁的事实，折现率问题也依旧会让 DCF 难以自圆其说。毫无疑问，DCF 的名声很恶劣。但也不是没有好消息，我们可以找到 DCF 的替身，我们将对三个根本就不需要预测的替代物进行探讨！

- 尽管 DCF 的计算公式简单、优雅而引人注目，但它的实施之路却布满荆棘、问题遍地。这些问题在总体上可以归纳为两类：预测现金流的问题和预测折现率的问题。
- 在我的研究中，一个反复出现的问题就是，我们不能预测未来。迄今为止，我们还尚未找到任何表明我们能预见未来的证据，但这丝毫未能阻挡人们尝试的决心。2008 年，兴业银行数量研究部鲁伊·安图内斯（Rui Antunes）对市场分析师的短期预测能力进行了研究。结果与我们的想象相去甚远。24 个月的平均预测误差在 94% 左右，12 个月的平均预测误差在 45% 左右。他们对长期预测的研究成果也不会让分析师们感到任何欣慰：他们对长期增长率的预测和短期预测结果一样不靠谱。
- 即使我们可以对自己在预测方面的先天性缺陷视而不见，但折现率问题依旧让我们不知所措。股权风险溢价（Equity Risk Premium，ERP）[㊁]同样让我们感到头疼，因为我们很难找到让每个人都接受的股权风险溢价。于是，折现率就变成了一场游戏和玩笑。采用什么样的时间间隔、哪个市场以及选取哪个时期之类的问题，都是我们无法回避的。而经过这般挪移之后，我们得到的贝塔往往与收益率毫不相关（这与传统理论完全相悖）。
- 但问题似乎并不像我说得那么严重，在计算终值时，它们还是走到了一起，相互影响，相互关联。在大多数 DCF 中，折现率是计算总值的基本变量。我们假设收益的永续增长率为 5%，资本成本为 9%，则终值系数为 25。但是，只要这个变量中的一个或两个参数变化 1%，那么，终值系数就可能从 16 变成 50！
- 但也不是没有好消息，我们可以不这样使用 DCF。我们完全可以找到其他替代方

㊀ 本文首次刊登于 2008 年 9 月 9 日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

㊁ 指市场投资组合或具有市场平均风险的股票收益率与无风险收益率的差额。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式。例如，反向工程折现现金流（reverse-engineered DCF）[⊖]模型就不必进行预测（同时也不必锁定于当前市场价格）。当然，折现率问题依旧存在。

- 本杰明·格林厄姆为我们提供了两种计算内在价值的方法。一种方法以正规性收益（normalized earnings）为基础，另一种方法则以资产价值为基础。两种方法的使用都比较简单，而且都不存在 DCF 的内在问题。因此，更简单、更清晰、更易于理解的方法（相对于以预测为基础的方法），反而更有可能发现市场机遇。DCF 的归宿应该是垃圾箱，当然，和它命运相同的还有有效市场假设以及 CAPM。

自从约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）问世以来，我们就已经认识到，评估资产价值的正确方法就是借助现金流折现之后的现值。也就是说，一项资产的价值只不过是它所能创造的未来现金流的总和（并通过折现反映时间对价值的影响）。当然，这在理论上是说得过去的。但就像尤吉·贝拉说的那样："在理论上，理论与实践之间并没有差别。但是在实践中，理论和实践却是有差异的"。

DCF 的使用就存在很多问题。尽管 DCF 的计算公式简单、优雅而引人注目，但它的实施之路却布满荆棘、问题遍地。

我个人认为，这些问题在总体上可以归纳为两类：预计现金流的问题和预测折现率的问题。下面，我们逐一对这两个问题加以探讨。

现金流预测问题

大多数读者应该知道，在我看来，预测未来就是在浪费时间（详细分析见第九章"行为投资"）。但是对 DCF 理论而言，预测却是它的核心。大多数 DCF 理论以未来若干年的现金流为基础。但是，根本就没有证据可以说明，分析师有能力预见短期或长期增长率。

2008 年，兴业银行数量研究部鲁伊·安图内斯（Rui Antunes）对市场分析师的短期预测能力进行了研究。这一次，鲁伊并没有像学究那样只做总体分析，而是直接以个股为研究对象。

图 5-1 显示了分析师的预测误差随预测时间而出现的变化。他们在经过两年的调查分析之后才发布研究结果，在此期间，他们持续跟踪了这些预测的变化情况。

在美国，24 个月的平均预测误差在 93% 左右，而 2000～2006 年间的 12 个月预测的平均误差则在 47% 左右。你也许会认为，也许是在这之前的几年间经济不景气造成的非正常结果，但实质不然。即使排除那几年，结果依旧如此。

欧洲市场的数据依旧让我们感到惴惴不安。24 个月的平均预测误差约为 95%，12 个月的预测平均误差约为 43%。坦率地讲，误差如此高的预测应该是毫无价值的。

长期预测的情况同样令人气馁。我曾经多次指出，市场分析师根本就不知道怎样预测长期增长率。如图 5-2 和图 5-3 所示，对越重要的环节——比如成长型股票，评价增长率的精确性也非常之低。

⊖ 以公司所需的目标增长率为参照对象，衡量目前股价是否合理，然后再以预期增长率与以往业绩比较，判断未来的增长率能否达到预期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

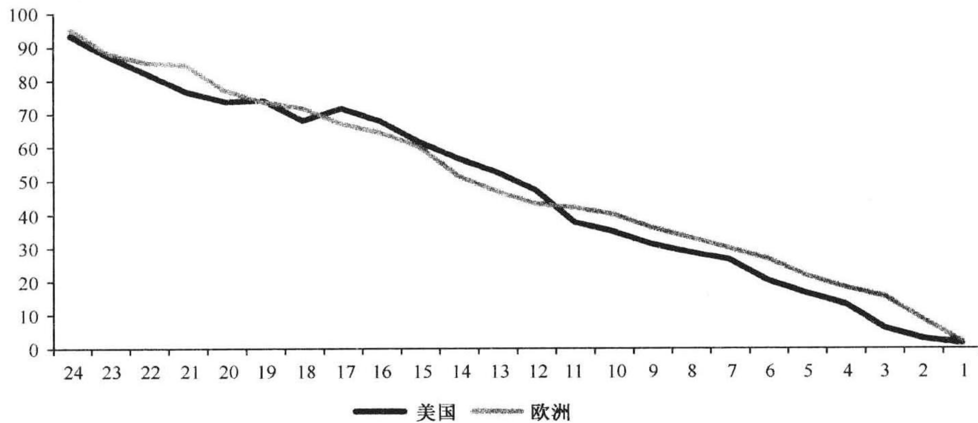


图 5-1　预测误差随时间的变化：美国与欧洲市场，2001～2006

资料来源：SG Equity Research。

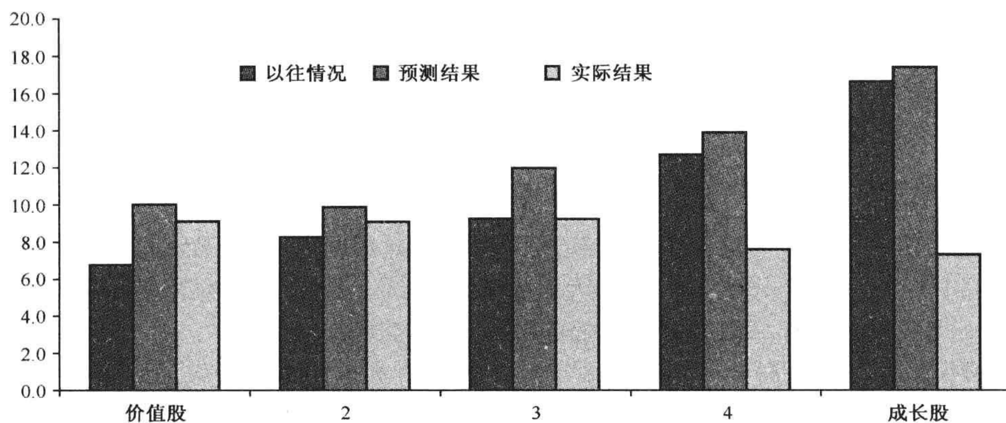


图 5-2　成长性：历史、预期与实际情况的比较（美国，1985～2007）

资料来源：SG Equity Research。

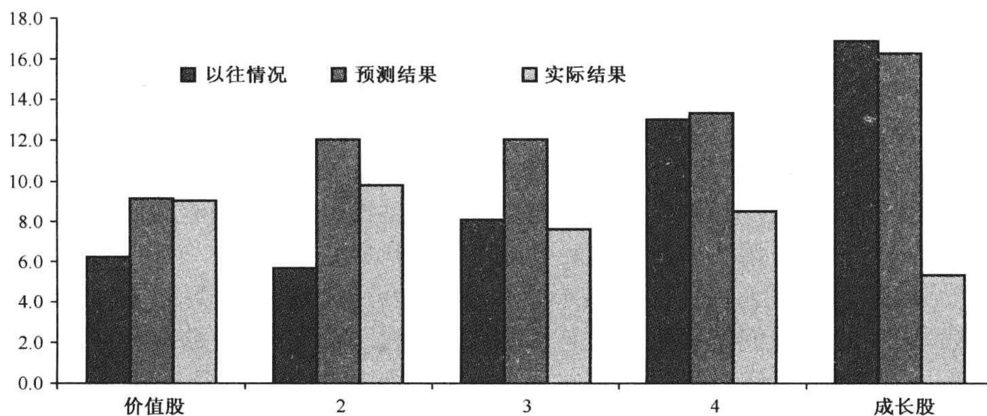


图 5-3　成长性：历史、预期与实际情况的比较（欧洲，1985～2007）

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师预测，在美国，由市净率最低（最便宜）的股票（即图5-2中所示的“价值股”）构成的投资组合，其收益率的年预期增长率约为10%。这明显高于前5年7%的实际年均增长率。而对于名副其实的成长股，其实际年均增长率勉强超过9%——非常接近于分析师的预测结果。

但是，在这个领域的另一个极端，我们却看到一幅完全不同的景象。市场分析师们预测，成长型股票的年均收益率为17%（此前的预期为16%）。不过，最终实现的平均收益率却只有可怜巴巴的7%！

来自欧洲的数据显示出非常相似的趋势。分析师预测，由最便宜股票构成的组合，将实现约9%的长期收益率。同样，这个预测明显高于前5年6%的实际年均增长率。至于这些价值股收益的实际表现，倒是和预期非常匹配，长期年均收益率约为9%。

另一个极端的证据依旧表现出截然不同的情况。分析师们对成长型股票的预期年均收益率为16%（接近于年均17%收益率的历史表现）。在实际增长率方面，最昂贵股票创造的长期年均收益率约为5%。由此可见，不管对于哪个市场，分析师们似乎总是站在最乐观、但也是最错误的一边！

在精彩纷呈的《价值投资：向格雷厄姆学思考向巴菲特学投资》（*Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*）一书中，布鲁斯·格林沃尔德（Bruce Greenwald）指出：“作为预测现金流的基石，利润率和必要投资额都是难以精确预见的。”

折现率问题

不仅估计现金流是不可能的，折现率同样令人难以捉摸。而无风险收益率更是折现率中最具争议的一个元素——尽管大多数人都认为，以长期债券利率作为无风险收益率是恰当的权宜之计。但随之而来的问题却让我们无从下手。

股权风险溢价是分歧和矛盾的重灾区。多数教材都采用事后股权风险溢价（ex-post ERP，通过历史数据观察得到的实际市场收益率），它远远高于事前的股权风险溢价（ex-ante ERP，即预期的风险溢价）。早在2001年，安迪·拉普索恩（Andy Lapthorne）和我曾就客户对ERP的看法进行过一次调查，结果显示，客户普遍接受的ERP在3.5%～4%。

如果所有人都能接受ERP，那么，我们就需要一个贝塔估计值（按传统理论）。但贝塔本身就是一个麻烦缠身的陷阱：这里，首先至少需要解决5个问题。第一，贝塔本身就是不稳定的。帕波罗·费尔南德斯（2004）在12月1日到1月2日期间，每天都根据60月平均收益率计算出3 813家公司的贝塔值。他发现，最大贝塔值的中值居然是最小贝塔值的3倍！即便是按行业检验（而不是按个股），行业的最大贝塔中值也能达到最小贝塔值的3倍。贝塔值的颠覆性变化绝非少见！

第二，贝塔值在很大程度上依赖于计算过程所采用的指数。第三，贝塔还取决于预测的时间段，即：我们使用的是6个月、52周还是36个月历史数据。第四，收益预测的间隔也会对预测贝塔产生重大影响。按日收益计算的贝塔往往与按月或季度数据计算的结果相去甚远（见图5-4）。

最后，使用贝塔的最大障碍也是一个再简单不过的事实：它在实践中根本就行不通。如前所述，与理论预测的高度相关性相反，贝塔系数与收益率之间实际上不存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何关联性（详见第二章有关 CAPM 无用性的论述）。

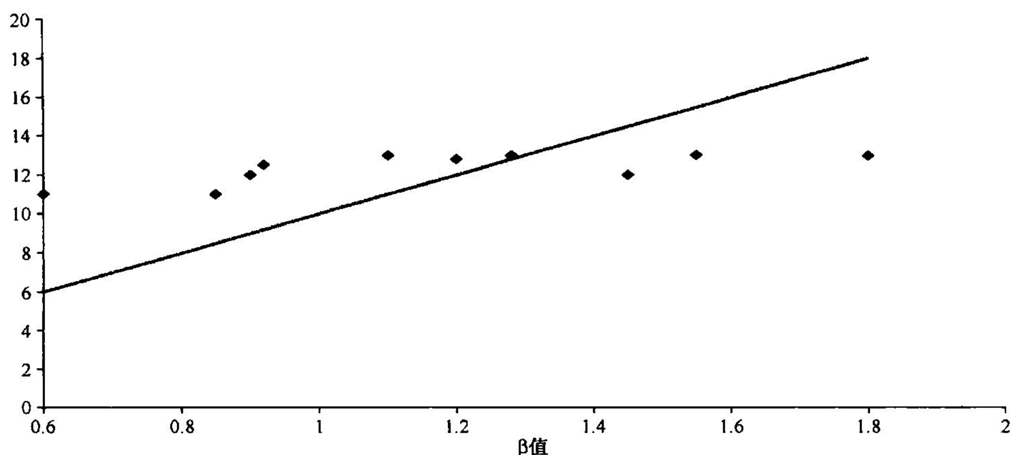


图 5-4 贝塔值十分位数对应的美国股票组合收益率（1923～2003），年均%

资料来源：Fama 与 French，2004；SG Equity Research。

◇ 互动问题

我认为，在 DCF 的计算中，最后一个问题就是前两类问题的相互作用。几乎每个 DCF 都以终值计算为终点，在这个过程中，我们首先要进行 10 年期的预测，然后再预测 10 年以后的增长率，最终通过现值系数对这些未来的现金流进行资本化。

在这些基本假设中，只要发生一点微小的变化，就会对最终结果产生重大影响。如果未来的永续增长率为 5%，未来的资本成本为 9%，则终值系数（terminal value multiple）为 25。只要资本成本或收益增长率上下变动 1%，只要这个变量中的一个或两个变化 1%，那么，终值系数就可能从 50 变成 16！考虑到终值往往是影响 DCF 的最大因素，因此，这些问题绝非可以忽略不计的（见图 5-5）。

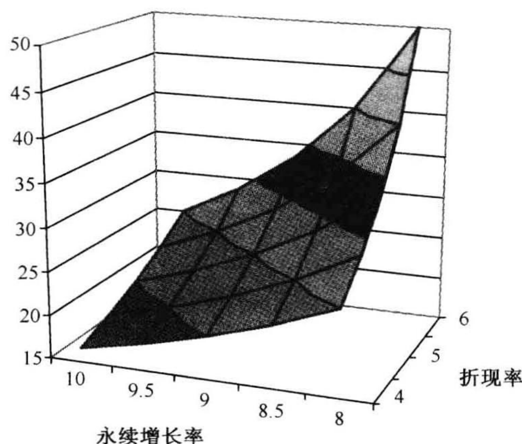


图 5-5 DCF 的终值变现为永续增长率和折现率的函数

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇替代方案

在实际运用DCF方法的过程中，人们经常把敏感分析作为解决DCF内在问题的手段。但是，尽管这种做法有利于暴露DCF的不确定性，但不管敏感分析得到什么结果，都不难找到合适的理由，因此，这就会大大削弱DCF的实用性。

反向工程DCF（reverse-engineered DCF）

那么，假如不能使用DCF，我们该如何进行估值呢？我最赞成的一种方法就是采用反向工程DCF。这种方法不需要预测未来10年的增长率，而是以当前股价为基础，由此推导其内含增长率。之后，分析师对这个内含增长率进行评估，或是与根据图5-6和图5-7等已实现增长率的分布作对比。这样，我们就可以对内含增长率如何实现或是其他情况作出评价。

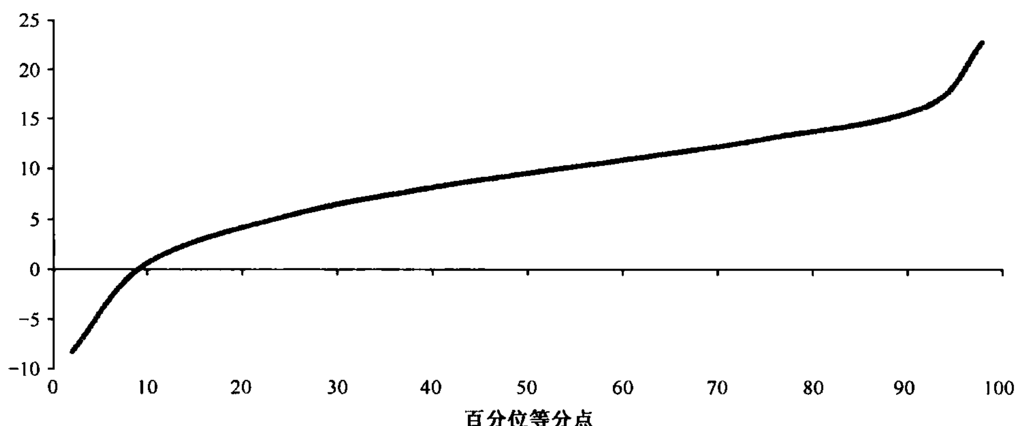


图5-6 10年期扣除折旧与摊销费用前经营利润的增长率分布情况（美国，1951～1998）

资料来源：Louis K. C. Chan 等人，SG Equity Research。

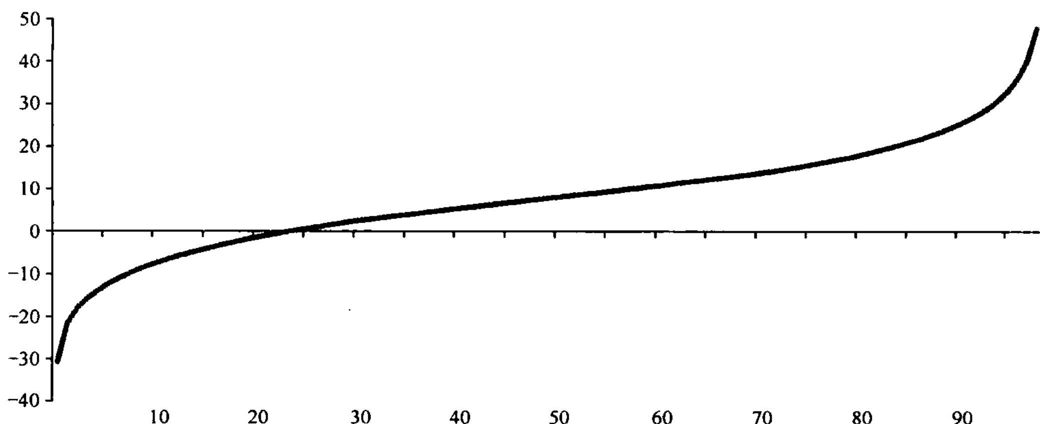


图5-7 10年期EBIT的增长率分布情况（欧洲，1990～2007）

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，尽管这个模型解决了未来的不可预测问题，但依旧无法解决上述的折现率问题。我们还需要估计资本成本。对此，我个人采用的方法，就是暂时以4%作为股权风险溢价（ERP），然后再凭感觉去猜测股票的贝塔——这完全取决于我们对基本风险的直观判断。

在讲授行为偏差这个概念时，我经常以反向工程DCF法作为规避评估过程常见缺陷的例子。在参加公司会议后，分析师们经常会对公司管理喋喋不休，为这只股票的买进机会大声叫好。然后，他们又继续杜撰出满足买入建议诸多要求的DCF模型（比如，股票存在15%的上涨空间）。此时，他们便把当前价格变成估值的出发点。使用反向工程DCF，就可以有效消除这种对当前价格的过分依赖，把问题的核心转移到未来的增长潜力上。

资产价值

只要是和投资有关，不管有什么问题，都可以听听本杰明·格林厄姆的至理名言。他推荐了两种股票估值方法。第一种方法以资产为基础，它有效地体现了企业的清算价值。格林厄姆曾写道："评估清算价值的首要原则就是，负债价值是真实的，但资产价值则是有水分的。"为反映这一原则，格林厄姆推荐了一些评定资产价值的经验方式（见表5-1）。

表5-1　清算价值占账面价值的百分比（%）

资产类型	正常范围	平均值
流动资产：		
现金资产（及可交易证券）	100	100
应收账款（扣除坏账准备金）	79～90	80
存货（成本与市价孰低）	50～75	66 2/3
固定资产及其他资产		
不动产、建筑物、机器设备及无形资产	1～50	15（约等）

资料来源：*Security Analysis*，Graham 和 Dodd，1934。

当然，如果严格遵照这个原则，无形资产之类的清算资产将没有任何价值。但如果作为持续经营的企业而整体出售，无形资产则是有价值的。显然，格林厄姆本人认为，只有流动资产才属于有效资产，在扣除全部负债之后，便得到他最喜欢用的"净营运资本价值"概念（net-nets）[㊀]。需要注意的是，资产价值法并不需要进行预测。

盈利能力

格林厄姆推崇的第二种方法就是他所说的"盈利能力"（earnings power）法。他认为："投资者最想知道的……就是资产在既定条件下的预期盈利能力（indicated earnings power），即，假设现有状况在未来期间基本维持不变，一个企业可预期实现的年收益。"他还进一步指出：

㊀ 指易于出售的优质资产，这些资产的价格明显低于扣除全部债务后公司总股本的市场价值，因而具有较高的投资价值。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它结合了企业一定期间内的实际收益及其按现有基本条件对未来的合理预期。这种记录必须跨越若干年。首先是因为，持续的可重复性的业绩要比昙花一现的表现更具说服力；其次，较长时期的平均数有利于吸收和平稳商业周期对数字的曲解和干扰。

在计算出盈利能力之后，就可以按资本成本进行资本化，从而得到企业价值的评估值，或是将该数值与市价相除，将由此得到的 PE 与某一类标准进行比较，按照格林厄姆的建议："16 倍于平均收益是投资性购买普通股可以支付的最高价格……如果把 16 倍的市盈率作为买入价格的上限，那么，支付价格应该大大低于这个最大值……10 倍的市盈率适用于一般情况。"

这样的方法操作起来较为方便。我采用的方法就是利用一定期间（5～10 年）内的 EBIT（息税前利润，又称营业利润或经营利润），然后与前几年（比如 5 年）的平均销售额相乘。这就可以得到正常化 EBIT。之后，再扣除利息费用及税款，便得到盈利能力估计值——整个过程不涉及任何预测！

多年以来，很多人对这些方法进行了拓展和深化。要全面介绍这些以价值为基础的资产评估方法，我最好的建议还是阅读一下布鲁斯·格林沃尔德的《价值投资》，这本书以当今市场为背景，对这些历经时间考验的方法进行了详细剖析，并加以延伸，对特许权价值等问题进行了研究。

所以，我们可以用三种方法对股票进行估值，但每一种方法都逃不出 DCF 设下的圈套。虽然说 DCF 是唯一在理论上正确的估值方法，但它在实施中所需要的假设和预测对谁都是无法企及的。因此，更简洁、更现实的方法显然更有可能帮助我们揭开市场蕴涵的机遇，至少可以让我们不会成为盲目乐观的牺牲品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

价值股真的比成长股更危险吗？梦想[㊀]

价值股真的比成长股更危险吗？这个简单问题已经成为现代金融领域诸多分歧的焦点。市场效率的信徒们认为，价值溢价（value premium）只能是投资者承担基本风险的结果。而行为论者则认为，价值上涨通常是因为投资者为成长而过度支付等错误的结果。通过对诸多风险衡量指标进行分析，我们发现，价值股并不比成长股更危险（甚至风险度更低）。从风险角度解释价值溢价，和有效市场假设的其他观点一样枯燥无味，毫无意义。

- 我的老读者都知道，我一直主张以行为学方法认识市场。但是，为落实我倡导的方法，避免“确认偏误”问题，我还是决定看看能否找到证据证明，像很多有效市场假设支持者说的那样，价值溢价源于风险因素。
- 从最基本的层面上看，金融理论者直接用标准差来衡量风险。我认为这样的认识是荒谬的。不过，即便没有我的怀疑，即使按照他们的标准，我们仍然可以发现，与成长股相比，价值股的收益率相对较高，而风险则相对较低。这与传统理论中风险与收益相对应的基本原则完全相悖。
- 当然，要说服他们放弃对有效市场假设（EMH）的信仰并不容易，他们最后的武器就是贝塔系数，在他们看来，价值股拥有更高的贝塔系数（超额收益）。但现实的证据再一次击碎了他们的畅想。在实践中，价值股的贝塔值往往高于成长股。这无疑是对EMH的又一次打击。
- 但EMH阵营绝不会轻易言败，他们对此的反应是：只要在大盘普遍走低时，价值股才具有明显的风险性。但是在实证证据面前，EMH的这些辩护绝对不堪一击。例如，在1950~2007年市场最惨淡的10个月里，整个股票市场的月平均收益率下降13%，价值股下跌12.5%，而成长股的月平均收益率下降幅度则接近18%！
- 不甘示弱的EMH死党们还有一根救命稻草，他们声称，价值股在经济衰退时表现更差。不过，面对现实数据，这样的说法依旧难以令人信服。例如，按照怀特模型（Wright，取决于收益曲线的斜率和短期利率的水平）得到的衰退概率表明，即便经济出现衰退，价值股相对于成长股的溢价（价值股超过成长股的年均收益）仍然接近8%。这与经济扩张期间10%的情况并无太大差异。
- EMH的倡导者们总希望我们能相信，价值股的表现总要超过成长股，因为它的风险更大，但现实中的证据根本就不支持这一点。针对长期指标的检验表明，价值

㊀ 本文首次刊登于2008年4月21日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股并不比成长股更危险，甚至风险度比成长股还要低。因此，和有效市场假设的其他观点一样，从风险角度解释价值溢价同样空洞乏味，毫无意义。

价值股真的比成长股更危险吗？这个简单问题已经成为现代金融领域诸多分歧的焦点。市场效率的信徒们认为，在长期内，任何超额收益都是风险溢价，因为在他们的世界里，风险和价值是一一对应、休戚相关的。

但是在证据面前，他们总是习惯于保持沉默，因为这些证据总会无一例外地表明，风险和收益并不存在密切关联（见第二章）。它的另一个前提假设，价值上涨通常是因为投资者的错误带来的。老读者们都知道，我一直坚决反对后一种观点。

不过，为落实我倡导的方法，避免“确认偏误”问题，我还是要对有效市场假设（EMH）的证据进行检验。也就是说，我想看看，是否真像很多有效市场假设支持者说的那样，风险确实是解释价值股实现长期超额收益的原因。

◇ 风险之一：标准差（standard deviation）

我们从头开始分析这个问题。根据传统金融理论，标准差是衡量风险的基本指标。但是现在，这个指标却让我感到极端荒唐。我从事这项工作已经多年，迄今为止，我还从未遇到过单边做多的基金经理担心过股价上涨（有关细节请参考《行为金融学》（*Behavioural Investing*）第37章）。不过，我们还是应该暂时放下对这种衡量的主观怀疑，看看价值股和成长股的风险与收益（见图6-1）。

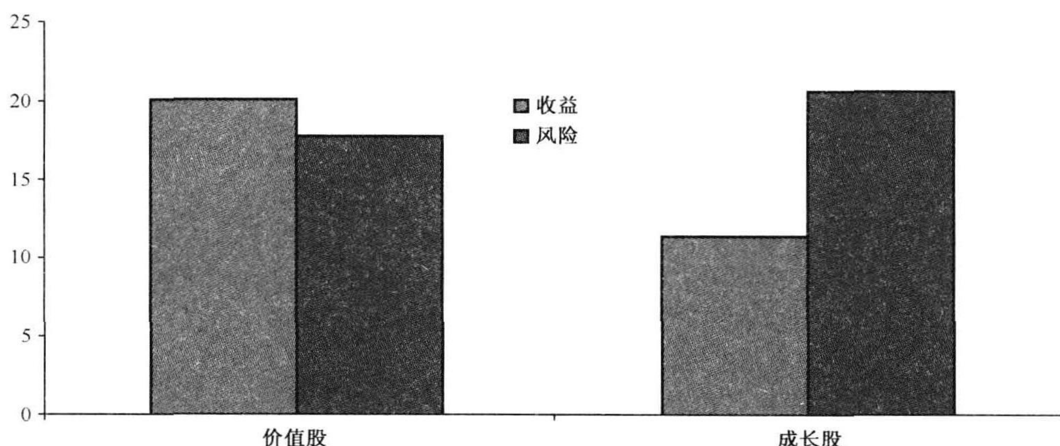


图6-1 美国价值股和成长股的风险与收益（年均百分比,%，1950~2007）

资料来源：SG Equity Research。

基于本章的分析目的，我们以现金流/价格比为出发点对美国的股票投资组合进行分析[㊀]。我们把市场中最昂贵的20%的股票称为“成长股”，把最便宜的20%的股票称为“价值股”。如图6-1所示，在长期内，相比于成长股，价值股拥有更高的收益率和

㊀ 选用数据来自肯尼思·弗伦奇（Kenneth R. French）的网站：http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更低的风险度。这对 EMH 的追随者来说，无疑是一个坏消息。

◇ 风险之二：CAPM 的贝塔与相关性

EMH 的追随者并不是可以轻易打败的，他们最后的武器也是最偏爱的风险衡量指标：贝塔。只要能证明价值股拥有高于成长股的贝塔（超额收益），那么，EMH 的世界就可以坚固如初。

但现实的证据再一次对以风险为基础审视价值溢价的观点提出了挑战。图 6-2 和图 6-3 显示了价值股和成长股的 36 个月滚动贝塔值。就平均水平而言，成长型组合的贝塔值高于价值型组合。这显然不符合 EMH 的预测。

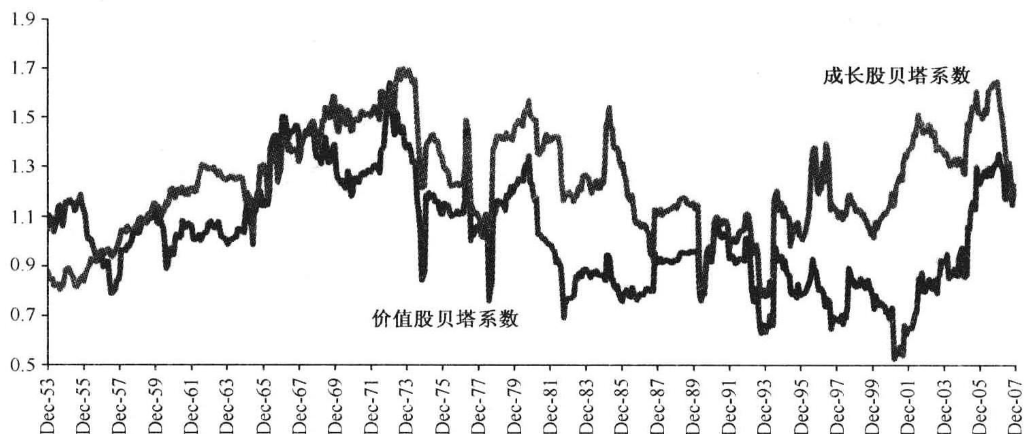


图 6-2 美国价值股和成长股的 36 个月滚动贝塔值

资料来源：SG Equity Research。

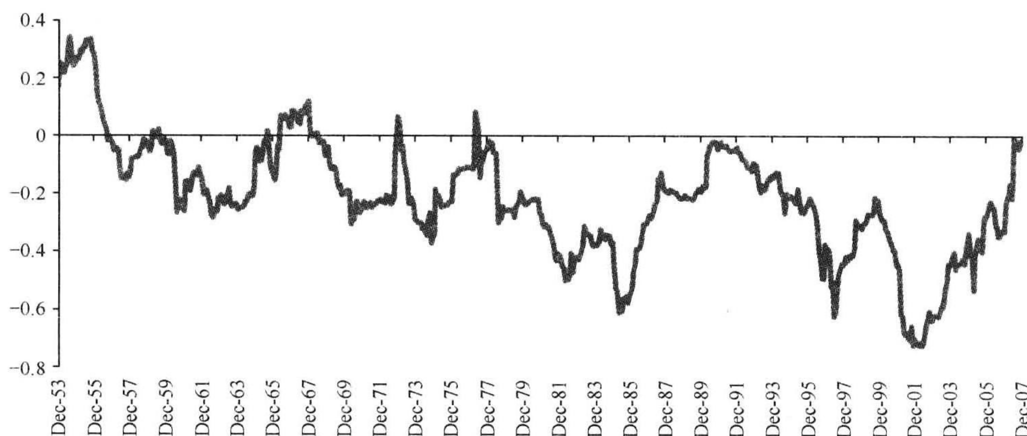


图 6-3 美国价值股和成长股的 36 个月滚动贝塔值之差

资料来源：SG Equity Research。

为了让这种关系一目了然，图 6-3 显示了价值股和成长股的 36 个月滚动贝塔值之差。很容易看出，这个利差组合的平均贝塔值为负数。贝塔系数仅在极个别情况下才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现为正数，但这个正数几乎可以忽略不计（在统计上不具有显著性）。

但 EMH 阵营绝不会轻易言败，于是，他们又提出贝塔值具有随时间变化的性质。他们提出，只有在大盘普遍走低时，价值股才具有明显的风险性。按照这种说法，只有在同时满足以下两种情况时，价值股的基本风险才会超过成长股：①在某些特殊的市场状态下，它们的业绩落后于成长股；②这些特殊市场状态的总体表现很“差”，财富的边际效用很高。因此，这就导致价值股失去风险厌恶型（risk-averse）投资者的青睐。

图 6-4 显示了价值股和成长股的上涨贝塔值和下跌贝塔值。与 EMH 追随者的主张相悖的是，在熊市中，价值型股票并没有出现与成长股大相径庭的贝塔值。

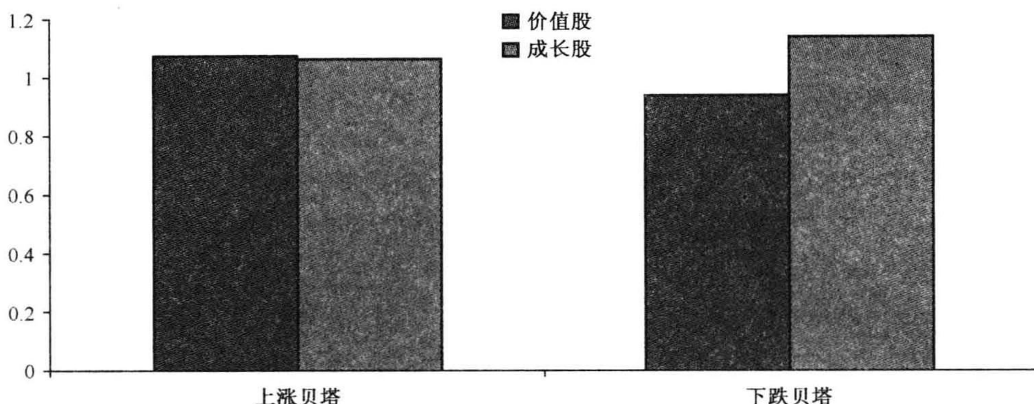


图 6-4 上涨贝塔值和下跌贝塔值（美国股市，1950～2007）

资料来源：SG Equity Research。

作为检验，表 6-1 显示了价值股和成长股在各个市场危机期间的业绩表现。在整个市场业绩最糟糕的 10 个月里（1950～2007），价值股的表现要好于大盘，而成长股的表现则落后于大盘。在我们不断增加检验期间的长度（出现经济衰退的月份数）时，上述结论依旧成立。因此，没有任何证据表明，在市场遭遇危机期间，价值股的系统风险要高于成长股。这无疑是对 EMH 拥护者的又一打击。

表 6-1 市场危机期间的平均业绩

（%，月平均）

	大盘	价值股	成长股
最差的 10 个月	-13.1	-12.5	-17.9
最差的 20 个月	-10.9	-10.6	-14.2
最差的 30 个月	-9.6	-8.9	-12.4
全部下跌月份	-3.4	-2.2	-4.0

资料来源：SG Equity Research。

◇ 风险之三：经营周期风险

随着他们最偏爱的两个风险衡量法宝被彻底击碎，那些依旧坚守 EMH 绝不动摇的顽固派只能求助于最后一根稻草，他们声称，价值股在经济危机期间（即经济衰退期）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现更差。

这就需要我们对经济衰退进行分析。我们的第一个选择是由怀特模型（Wright）推导出的衰退概率。该模型根据收益曲线的斜率及输入资金水平，得出未来 12 个月出现经济衰退的概率估计值（见图 6-5）。

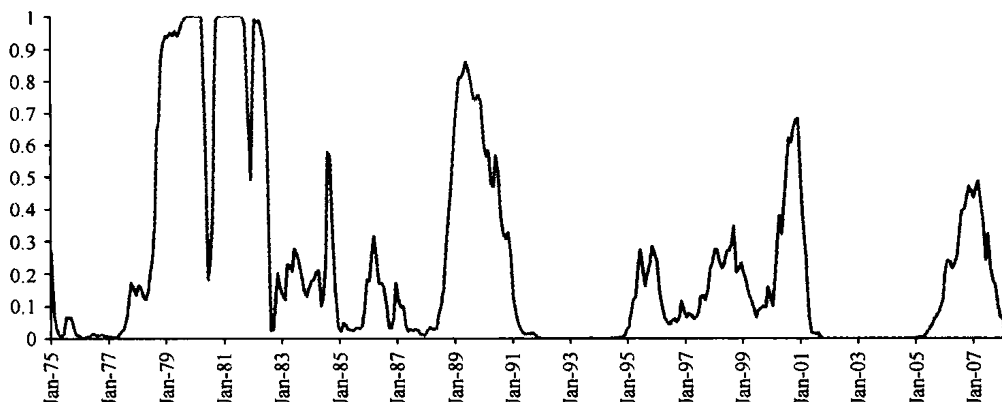


图 6-5　由怀特模型推导未来 12 个月经济衰退的概率

资料来源：SG Equity Research。

按照“价值即风险”的定律，在市场衰退期，价值股的表现应极差。但表 6-2 却表明，价值股的表现在衰退期依旧好于成长股。价值股组合在经济衰退期的年均收益率约为 13%，在经济增长期的年均收益率约为 22%；而成长股的衰退期年均收益率为 5%，增长期的年均收益率为 17%。由此可见，价值股年均收益率在衰退期超过成长股 7.5% 以上，在增长期超过近 10%。因此，没有证据表明价值股在衰退期的表现更糟糕！

表 6-2　价值股在经济衰退期是否真的业绩不佳

（月平均%，1975～2007）

	出现经济衰退的平均概率	价值股	成长股	差额
经济衰退（概率 >30%）	0.70	1.09	0.45	0.64
经济衰退（概率 <30%）	0.08	2.22	1.42	0.81

资料来源：SG Equity Research。

作为检验，我们不妨看看 GDP 预测值和价值股收益的关系（见图 6-6）。这里也有一个小小的问题，因为经济学家从来就没有成功地预测过经济衰退，因此，我们显然不能采用有关经济衰退的预测数据。相反，我们采用了两种完全不同的方法。第一种方法就是在 GDP 增长率预测低于 2% 时，研究价值股的市场表现。表 6-3 为采用这种方法获得的收益率情况。

同样，我们没找到任何能表明价值股在经济衰退期业绩不佳的证据。不管预测如何，价值股的市场表现几乎没有变化。不过，在预测 GDP 将呈现低增长率的时候，成长股的表现却明显好于正常情况，但依旧不能和价值股相提并论！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6-6 未来 12 个月美国 GDP 增长率的预测——迄今为止，未预见到任何一次经济衰退

资料来源：SG Equity Research。

表 6-3 未来 12 个月美国的业绩

（%）

	大盘	魅力股	价值股	差额
GDP 增长率预测值 <2	20.1	16.6	22.0	4.5
GDP 增长率预测值 >2	17.0	10.9	22.5	10.9

资料来源：SG Equity Research。

也许有人会认为，以 2% 作为临界值有什么蹊跷，因此，我们可以通过表 6-4 重复上述检验过程，只不过这次的 GDP 增长率预测分界点采用平均值（年均 3.2%）。不过，我们同样没找到能证明价值股在衰退期业绩不佳的证据。不管经济形势如何，价值股的市场表现好于成长股。

表 6-4 未来 12 个月的业绩

（%）

	大盘	价值股	成长股	差额
GDP 增长率低于平均值	15.0	9.5	18.5	8.5
GDP 增长率高于平均值	20.1	14.1	27.2	12.2

资料来源：SG Equity Research。

古典经济学把价值溢价视为经营周期风险的结果，这也是 CAPM 的基本前提之一（即，贝塔取决于外界环境）。我们可以用如下公式对这些古典经济模型进行简单复核：

价值溢价 = a + b（市场收益率） + c（市场收益率 × 利息变量）

这种相互作用可以说明价值股的贝塔系数与市场预期收益率协同创造的超额收益。因此，对比上述阿尔法与标准 CAPM 阿尔法，可以揭示出因经济周期而带来的价值溢价。图 6-7 为依据上述模型计算得到的阿尔法系数。第一列为根据标准 CAPM 回归得到的价值溢价阿尔法值（月平均值约为 12%）。随后两列则是根据怀特模型及模拟衰退变量分别得到的阿尔法值。很明显，阿尔法并没有出现明显变化。这足以告诉我们，衰退根本就不是造就价值溢价的要素——这也从另一个侧面验证了前面的分析！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱里特萨·佩特科娃（Ralitsa Petkova）和张路（Lu Zhang）在2005年发表的一篇论文声称，他们发现，价值股的风险确实高于成长股。他们采用了有条件的CAPM模型，并以违约溢价（default premium，即信用利差期权，credit spread）、风险溢价（term premium，即收益曲线的斜率）、股息率（dividend yield）及短期利率模拟经济形势。他们认为，这些变量是“从以往时间序列预测资料中提炼出的标准”。这无异于承认，他们在进行“数据挖掘”（data mining，在庞大的数据库中寻找出有价值的隐含规律，并据此建立模型）；而他们选择的变量则依赖于以往预测收益率的相关证据。

2007年，迈克尔·库珀（Michael J. Cooper）和斯蒂法诺·古贝里尼（Stefano Gubellini）对佩特科娃和张路的结论进行了检验。他们采用了更多的条件变量，其中很多变量与经济周期的关联性要好于佩特科娃和张路选用的变量，如行业产量和先行指标等。他们为这些条件变量设置了2047个特定环境，结果显示，在90%的情况下，价值股的风险并不比成长股高！换句话说，佩特科娃和张路的结论不过是数据挖掘的结果而已，只能代表概率上的统计结果。

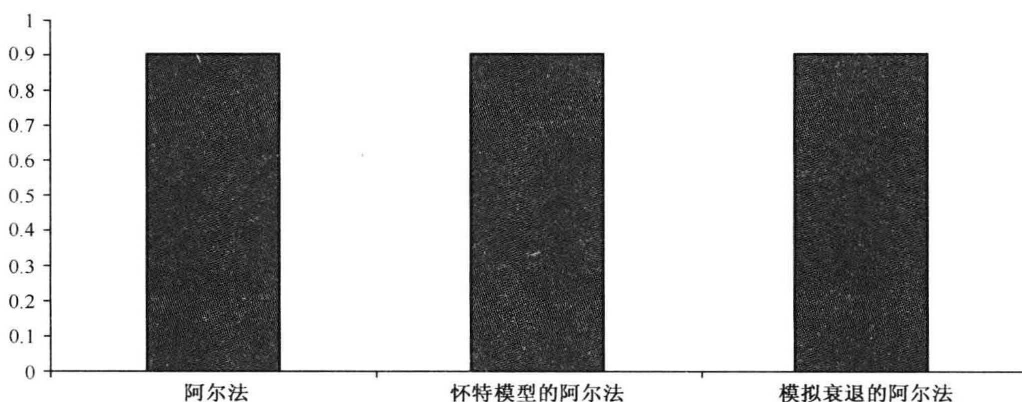


图6-7 阿尔法（月平均%）

资料来源：SG Equity Research。

EMH的倡导者们总希望我们能相信，价值股的表现总要超过成长股，因为它的风险更大，但现实中的证据根本就不支持这一点。针对长期指标的检验表明，价值股并不比成长股更危险，甚至风险度比成长股还要低。因此，和有效市场假设的其他观点一样，从风险角度解释价值溢价同样空洞乏味，毫无意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

紧缩、萧条与价值投资[一]

后泡沫时代的基本标志之一，就是经济周期与股票市场之间的高度同步性。这意味着，所有市场的投资者都可以静观其变，等待周期性先导指标（cyclical lead indicators）发生变化。那么，这是否同样适合于价值投资呢？日本人的经历否定了这个猜想。按照"持有价值股、卖空热门股"的投资策略（long value/short glamour strategy），你就可以坐享其成，只需随波逐流，不需考虑追逐时机。但是，"大萧条"时期的情况却大相径庭。在那段时间，一切手段都无济于事，你唯一能做的，就是远离股票。

- 我一直认为，后泡沫时代的基本特征之一，就是经济周期与股市周期之间的高度同步性。究其原因，在于从泡沫时期的全面扩张到泡沫后时代诸多增长造成的收益动因变化。在此期间，成长股的失败让投资者下调了股票的投资等级。
- 经济周期与股市周期之间的高同步性意味着，在整个市场上，投资者都可以静观其变，等待周期性先导指标出现变化，告诉他们何时返回市场。这是否适合于价值型投资者呢？按照本杰明·格林厄姆的说法，我们是否既要考虑定价还要考虑择时呢？为了对此进行评估，我对日本后泡沫时代及大萧条时期的价值股情况进行了研究。
- 日本的经历表明，价值型投资者不必考虑任何形式的市场择机。尽管日本市场也存在所谓的周期性，但价值投资策略本身就足以帮助投资者渡过难关（年均收益率为3%，市场总体年均收益率为-4%）。卖空投资者的业绩更为出色。在后泡沫时代，"持有价值股/卖空热门股"策略创造的年均收益率达到了12%！
- 大萧条则让我们看到另一幅完全不同的景象。在那个时期，持有任何股票都不是好事。无论是价值股、成长股还是市场大盘，都不能幸免于难。两者的巨大反差在于事件的深度和广度。在大萧条时期，美国的工业生产从高峰跌至谷底，产量直线暴跌了50%。在3年的时间里，消费品价格年均下降幅度为9%。相比之下，在过去的两个10年期间，日本的工业产量和通货膨胀率则基本保持不变。
- 展望未来，我们至少可以轻而易举地想到三种途径："乐观道路"（刺激计划发挥作用，而且美联储成功制造通货膨胀）、"日本式道路"（低增长、低通胀的缓释型方案）及"大萧条Ⅱ"式道路。按前两种途径，价值股应该有优异表现。在第三种方式中，持有任何股票都可能跌入陷阱。既然我还不清楚哪条道路最有可能成功，因此，我只能继续认为，在熊市条件下，慢出手，稳投入，应该是最理性的方法。

[一] 本文首次刊登于2009年3月3日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我一直认为，后泡沫时代的基本特征之一，就是经济周期与股市市场之间的高度同步性——日本的情况即证明了这一点（见图 7-1）。

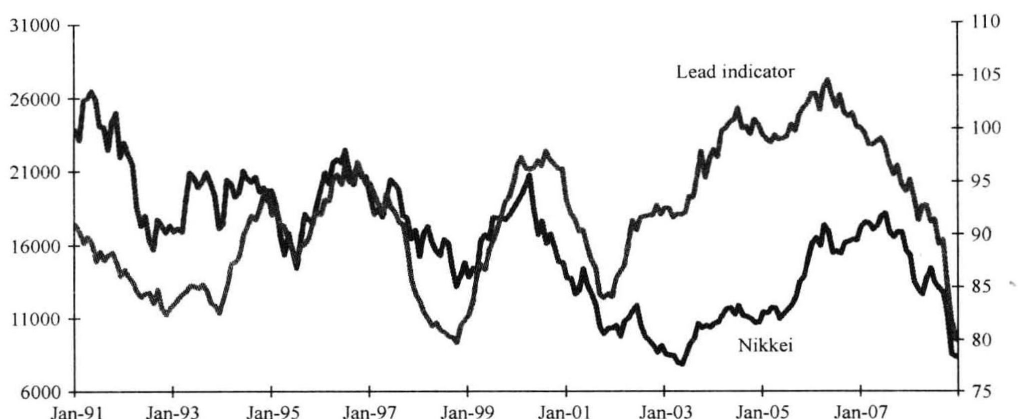


图 7-1 日本股票市场与先导指标

资料来源：SG Global Strategy。

同步性增加的主要原因在于收益驱动因素的作用。股票的全部收益可以划分为以下三个来源：市场估值的上涨、基本业务的增长以及估值乘数的变化。

图 7-2 是我多年以来经常使用的分析工具。它把美国股票的真实收益分解为若干来源。就长期而言，在投资者的全部真实收益中，只有极少的一部分来自估值乘数（即市盈率）的变化（约 6%）。但是在长期牛市中，该因素形成的收益则增加至 55%，在 20 世纪 90 年代，这个数字更是达到了令人吃惊的 75%！

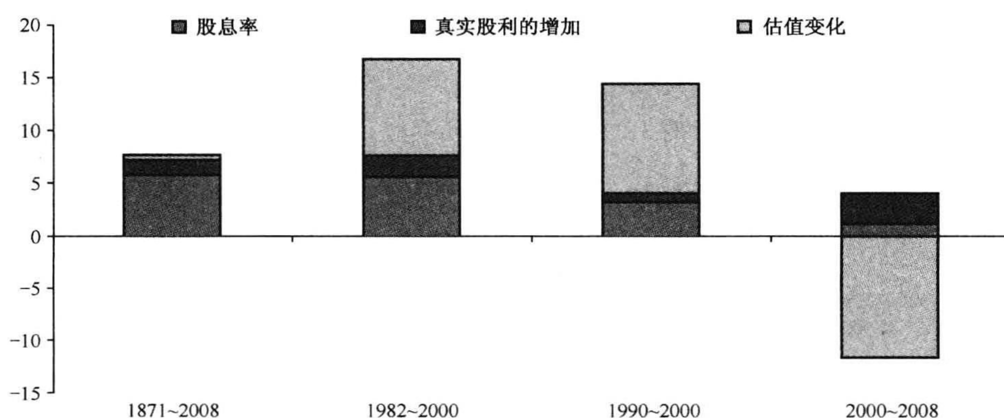


图 7-2 美国股票收益的来源构成

资料来源：SG Global Strategy。

但过去 10 年却向我们展现了一幅完全不同的景象。由于初始股息支付率极低，使得投资者的收益几乎全部来源于业务增长。因此，在后泡沫时代，股票市场表现出与经济增长高度相关的同步性。当然，在经济增长停滞时，投资者就必须降低估值比率，从估值角度寻找廉价股票。

这或许可以让投资者选择等待，在经济形势出现转机之前远离股市。但这也促使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我思考：这对价值投资意味着什么呢？在后泡沫时期，价值投资者是否应该更注重投资策略呢？

本杰明·格林厄姆指出：

由于普通股的价格波动性较强，即便是投资级普通股也不例外，因此，聪明的投资者肯定会对如何利用这些波动实现利润感兴趣。他们可以通过两种方式达到这一目的：择机策略与定价策略。择机投资的实质，就是想方设法预测股票市场的变动，在认为未来走势趋于上涨时买进或持有，预期下跌时卖出或观望。而定价的含义则是在市场价格低于内在价值时买进股票，在市场价格高于内在价值时卖出股票。

那么，按照本杰明·格林厄姆的说法，在后泡沫时期，价值型投资者是否需要更加关注定价（以及择机）呢？为了解答这些问题，我决定对价值股在后泡沫时期的情况进行研究，以确定它们是否能从价值角度寻找最佳投资策略提供指导。

日本的价值股

实证经验表明，尽管我们可以从市场角度采取观望方式，等待市场好转，但是从价值角度看却并非如此。图 7-3 ~ 图 7-5 即可以让我们对这个问题略见一斑。第一张图显示了泡沫破裂后买进并持有日本股票的投资者的收益率。情况绝不乐观。显然，必须以更策略的方法看待股票投资。

图 7-4 加入了完全按市净率（PB）买进最廉价股票的收益率（单边做多）。在日本股票市场，遵循价值投资策略的投资者似乎根本就不用考虑市场时机问题：他们可以让自己彻底地休息，只需要买进最便宜的股票便可坐享其成。这种方法的年均收益率为 3%，而大盘的年均收益率却是 -4%。

对于那些有卖空能力的投资者，投资收益更为出色。图 7-5 显示出多/空仓策略[㊀]（long/short strategy）。在日本股市的后泡沫时期，“持有价值股/卖空热门股”策略创造的年均收益率达到了令人称奇的 12%。因此，日本股市的困境在很大程度上要归咎于“成长股”的糟糕表现。

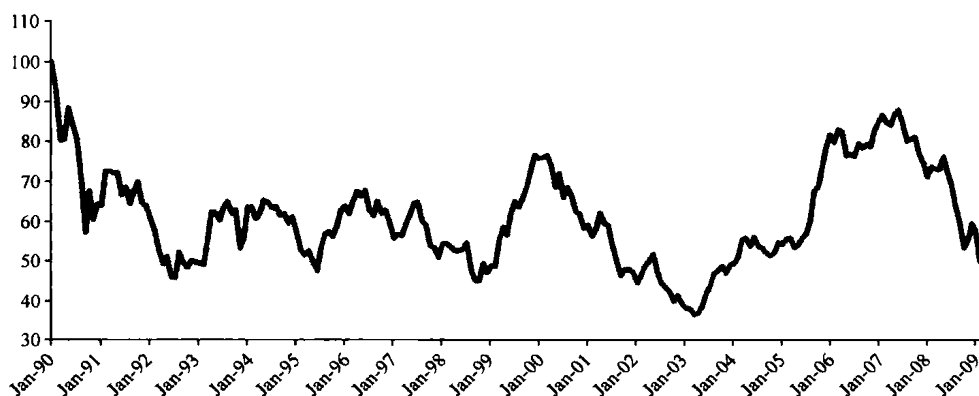


图 7-3 买进并持有日本股票的收益率（假设 1990 年的收益率为基数 100）

资料来源：SG Global Strategy。

㊀ 即买进一部分股票，卖出另一部分股票，以达到控制风险的目的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

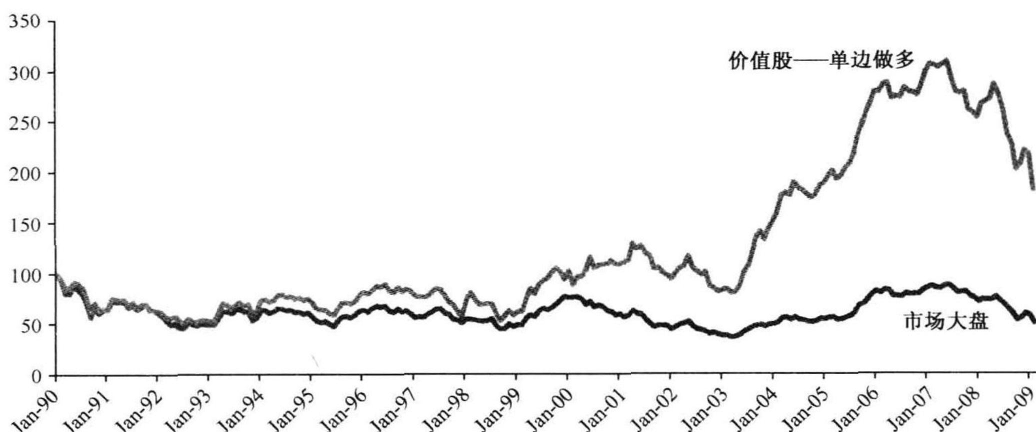


图 7-4 价值股与大盘（日本股票市场，假设 1990 年的收益率为基数 100）

资料来源：SG Global Strategy。

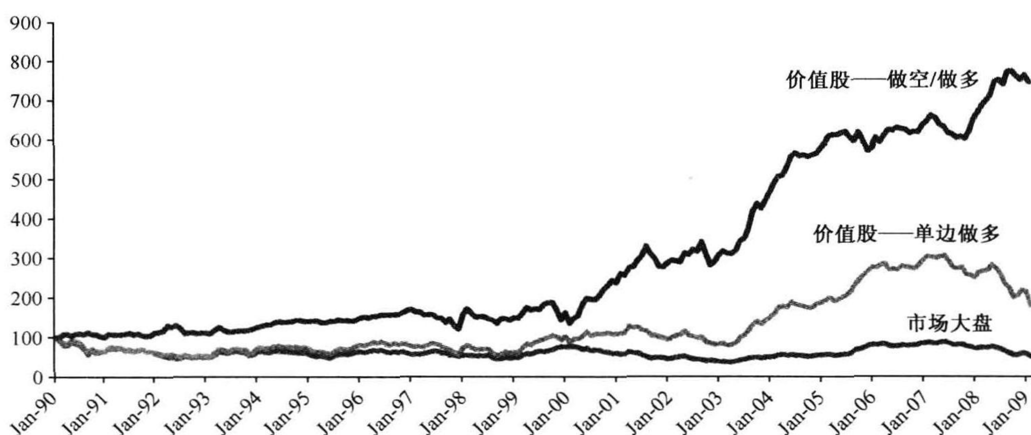


图 7-5 做空的优势（假设 1990 年的收益率为基数 100）

资料来源：SG Global Strategy。

◇“大萧条”时期的价值股

针对价值股业绩的另一种压力测试，就是检验它们在“大萧条”时期的表现。我借用肯尼思·弗伦奇（Kenneth R. French）在其网站上发布的数据对这个问题进行了检验。如图 7-6 所示，在大萧条时期，尽管价值股并不是好的投资策略，但成长股也好不到哪里，实际上，整个市场都在水深火热之中。现实很残酷，GDP 减少了一半，你根本就不想持有任何股票（对我来说，这并不像火箭科学那么深奥莫测）。

全球最大对冲基金布里奇沃特投资公司（Bridgewater Associates，2009）的最新研究结果证明，在经济萧条时期，所有股票的表现都无一例外地令人沮丧。他们指出：

尽管个别公司与行业的收益能力相去甚远，但股票业绩的基本动力依旧是金融去杠杆化带来的风险溢价的扩大。就收益而言，一方面，业绩最佳的 20 家公司几乎秋毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无损地渡过了危机。在市场从1929年的高峰跌至1933年的谷底期间，他们的收益率几乎保持不变。另一方面，业绩最差的20家公司则一落千丈，其亏损绝对值甚至接近以往的最大盈利。尽管在收益能力方面差异巨大，但前20家公司和后20家公司的股票价格跌幅却极为接近，前20家公司的股价跌幅为80%，而后20家公司则为96%。

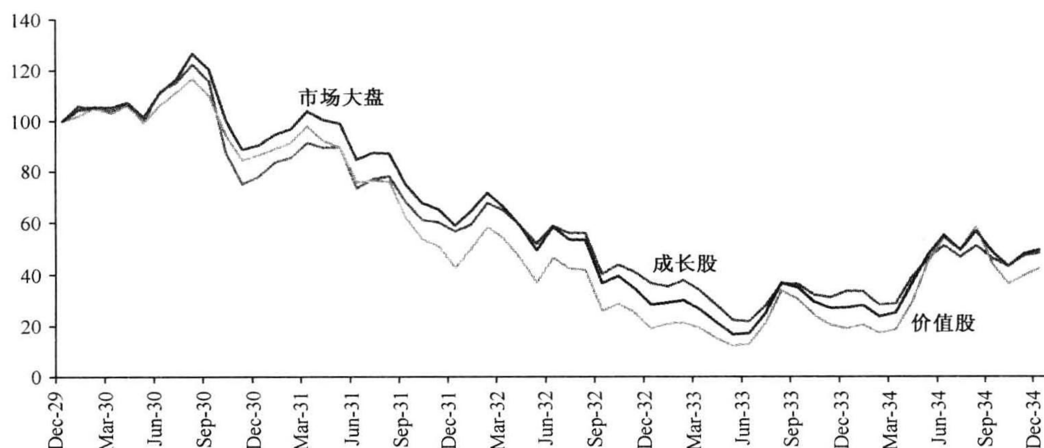


图7-6 在大萧条时期，没人想持有股票（美国股市，假设以1929年12月的收益率为基数100）

资料来源：Ken French，SG Global Strategy。

◇ 美国大萧条与日本经济危机的差异源于何处?

"大萧条"绝对是经济领域的世界末日。在大萧条时期，美国的工业生产从高峰跌至谷底，产量暴跌50%，在3年的时间里，商品批发价格年均下跌10%，消费品价格年均下降幅度则为9%。面对如此恶劣的市场，我们很难找到投资者愿意持有股票的理由。

相比之下，后泡沫时期的日本却显得更为平稳，更为温和。泡沫破裂之后，通货膨胀率的平均水平接近于零。除工业生产刚刚遭遇危机之外，其他主要经济指标在过去两个10年期间基本保持不变。

这两种截然不同的经济环境对价值型投资者有着完全不同的意义。价值股似乎更适用于日本式的长期缓释性策略。而对于"大萧条"这样的极端环境，一切都无济于事。

展望未来，我们至少可以轻而易举地想到三种途径。

- 乐观道路——经济刺激计划发挥作用，而且美联储成功制造通货膨胀，这将有利于价值股。
- 日本式道路——低增长、低通胀的缓释型方案——有利于价值投资策略，尤其是多空仓策略。
- "大萧条Ⅱ"式道路——经济与金融同时陷入绝境——任何股票都不能幸免于难。

迄今为止，我还不清楚哪条道路最有可能成功。那么，我只能继续认为，在熊市条件下，慢出手，稳投入，应该是最理性的方法。和任何一个思维健全者一样，我也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

祈祷这不是我们唯一的选择。从20世纪30年代的经历中汲取教训，或许可以给我们的政策制定者带来一点启发（如提高利率，维护金本位）。

但我们丝毫没有发现，美国政府正在从日本的经历中学习经验，汲取教训。政策似乎随时都在变化。恰如我的一位朋友说的那样，今天的我们生活在一种灵活组织机构（Adhocracy，机构撇弃各司其职的传统管理模式，采取人尽其用的更为自由灵活的组织结构）之中！对此，曾对日本经济进行过深入研究的美国经济学家亚当·柏森（Adam Posen）认为：

去年，美国政府依据《不良资产救助法》（Troubled Assets Relief Program，TARP）为银行机构提供了担保，与此同时，还在缺乏政府控制和适当约束的情况下，向金融机构注入大量但仍显不足的资本金，所有这一切，都与日本政府在20世纪90年代中期为避免大型银行确认巨额亏损和破产而采取的措施有异曲同工之处。无论是当时的结果，还是目前的现状，都无一例外地表明，这些银行的高官不过是在烧钱而已，他们挥霍无度地糟蹋这些现金，把损失转嫁给纳税人，还不择手段地抓住一切机会，把屈指可数的一点点微薄利润变成他们的薪酬或股东红利，到头来，银行的资本金依旧不足。一方面，银行为了应付监管，自欺欺人地虚增不良资产价值，除了监管者之外，没有人会接受这样的价值，另一方面，政府则把更多纳税人的钱交给银行挥霍，用更多的时间去紧缩信贷。

这些为了保住银行而放弃原则的权宜之计，正是日本财务省在1992年泡沫破裂时到1998年期间的政策。在此期间，日本经济为消化这些银行坏账而付出的成本占GDP的比例从5%飞涨到20%以上。此外，这种被日本官员称作“财产转移”系统的政策，也坑害了那些资本充足、管理良好的银行，良莠不分的市场，让他们很难与那些深陷危机的银行相区分；错误的政府救助措施，反而让危机银行得到了他们不该得到的资助。反过来，这又腐蚀了那些遵纪守法、安全稳健的银行，让他们丧失了尽职尽责、勤勉诚信的动力，转而自我保护，去骗取政府援助。

然而，假如日本的经历能为投资者提供有价值的启示（或者说，经济刺激计划和美联储的救市政策确实收到效果），那么，价值投资者自然没什么值得担心的。

归根结底，在预测未来这个问题上，正像凯恩斯说的那样，“我们根本就一无所知”。我自己也不知道哪条道路最有可能带来我们期待的结果。因此，我的观点是，既然不能预见未来，那么，在“市场先生”向我们展现出诱人的机会时，慢出手、稳投入应该是最合理的方法。

我认为这是保证后悔度最小的方法——一方面，尽管持有股票，但是在遭遇“大萧条”那样的噩梦时，又能有效地降低平均成本，进而达到在熊市中减少损失的目的。另一方面，如果刺激计划生效，或是美国效仿日本的做法，就会出现像杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）说的那样：“如果股票显得魅力无穷，你又没有及时买进，而且以后再也没有买进的机会，你就不仅仅是显得像傻子一样了，你就是一个傻子。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

价值投资的行为基础

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

爱护手中物，莫为梦想狂[一]

成长的诺言就像女妖的歌声，总有一种让人无法拒绝的诱惑力。但它却很少能为投资者带来令人欢欣鼓舞的回报。例如，明星股（拥有光辉历史和美好成长前景）的年均收益率要比垃圾股（历史业绩糟糕，成长前景不佳）低了足足6%！尽管美好的故事令人心驰神往，但它绝不能取代合理的投资过程。因此，投资者还是要学会喜欢手里哪怕是最平凡的东西，切莫去追逐那些外表华丽、能给你无限遐想的成长股。当前市场对矿产类股票的盲目追捧和痴迷，或许就是我们为憧憬成长而付出高昂代价的另一个鲜活事例。

- 尽管有效市场假设的追随者很想让我们相信，由于价值股承担的风险更大，因而才能拥有更高的收益率。但是，我们这些从事行为金融的人则趋向于认为，这种所谓的高回报，不过是投资者为成长的梦想而付出的额外代价。我们的近期研究已经说明，从风险出发解释股票溢价的观点，根本就经不住推敲。行为学理论似乎更有说服力。（或许我是个有偏见的人！）
- 假如投资者经常为成长梦想而支付更高的价格，那么，明星股（拥有光辉历史和美好成长前景）的真实收益率低于垃圾股（历史业绩糟糕，成长前景不佳），就应该是理所应当的事情。这与数据验证的结果完全一致。在总体上，明星股的年均收益率低于垃圾股6%——考虑到估值指标的不明确性，这样的结果其实还不算太糟糕。
- 我很少在分析中使用分析师的长期增长预测。不过，我也经常发现，使用DDM模型（dividend discount model，股利贴现估值模型）得到的内涵增长率接近于分析师的长期预测结果。这并不奇怪，因为分析师经常以长期增长预测说明其目标价格，并据此提出投资建议。但奇怪的是，对于这些更关注短期市场动量的分析师，他们的目标价格与市场价格居然具有极高的关联性。
- 如果在分析中考虑到估值因素，我们追求未来成长而过度支付的习惯便会昭然若揭。比如，按照分析师的预测，价值股的长期年均盈利增长约为9%。对价值投资者而言，好消息就是这些股票一般会给他们带来与预测相接近的结果。但他们预测的成长股长期盈利增长率则为16%，这与现实生活中5%的年均盈利增长相去甚远！相比如此高昂的代价，失望自然在所难免。
- 当下，为未来成长过度支付的最典型事例莫过于矿产类股票。尽管其收益能力已

[一] 本文首次刊登于2008年5月28日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明显高于大盘走势，但分析师依旧认为，此类股票在未来将表现出指数化的增长态势。简单的永久增长率模型估值表明，矿产类股票只有实现两倍于大盘的增长率，才能支撑当前的高估值！很明显，投资者和分析师们都坚信，“这一次肯定不同于以往”。遗憾的是，到目前为止，所有这些慷慨陈词都只能说明：投资者正在为无法实现的梦想而透支今天。

每一个耐心听完我啰嗦的人（也是可怜的人）都会发现，我始终在不厌其烦地念叨一个最常见的错误：为追求未来的增长而在今天支付过高的价格。在本章里，我们将探讨这个问题在股票上的反映，并以当前市场为例说明这个错误。

当然，你也可以把本章看做是我用行为学解释价值股超额收益的一个尝试；而作为本章姊妹篇的“第六章”已经告诉我们，从风险角度解释价值溢价，和有效市场假设的其他观点一样枯燥无味，毫无意义。

◇ 垃圾股与明星股

首先，我们可以看看投资过分迷恋于追求未来增长的证据。吉姆·斯科特（Jim Scott）等人（1999）根据以往及未来预期增长率之间的相互作用，对股票进行了简单分类。具体如下所示。

表 8-1 和表 8-2 的第一行及第一列为投资者感兴趣的因素。按照不同因素，明星股为具有较高历史增长率（按过去 5 年销售收入的增长率衡量）和较高未来预测增长率（按机构经纪人预测系统—IBES 提供的分析师长期预期增长率衡量）。它们往往是当下市场最受宠的宝贝。

表 8-1 垃圾股与明星股的分布

	低	预期增长率	高
低	垃圾股 美国 7% 欧洲 5%		旧貌换新颜 美国 4% 欧洲 6%
历史销售增长率			
高	陨落天使 美国 1.5% 欧洲 7%		明星股 美国 11% 欧洲 9%

资料来源：SG Global Strategy Research。

表 8-2 收益率（年均收益率,%）（美国市场，1985～2007，市场年均收益率＝13.4%；欧洲市场，1988～2007，市场年均收益率＝14.3%）

	低	预期增长率	高
低	垃圾股 美国 14.9% 欧洲 19.5%		旧貌换新颜 美国 13.2% 欧洲 14.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	低	预期增长率	高
历史销售增长率			
高	陨落天使 美国 13.2% 欧洲 12.2%		明星股 美国 9.9% 欧洲 12.4%

资料来源：SG Global Strategy Research。

垃圾股则是明星股的对立面。这些股票只有低下的历史增长率，每个人都对它们嗤之以鼻，因此，它们自然只拥有惨不忍睹的预期未来增长率。按传统观点，任何一个理性的人都不会持有具备垃圾股特征的股票。

大多数股票都位于垃圾股和明星股这两个极端点的对角线上，而作为极端情况，这条对角线的两个端点则是“旧貌换新颜”（具有较低历史增长率和较高未来预期增长率的股票）和“陨落天使”（具有高历史增长率和较低未来预期增长率的股票）。表 8-1 显示了美国及欧洲股票属于各种情况的百分比。

如果投资者经常为增长率而过度支付，那么，明星股的业绩自然不敌市场大盘和垃圾股。这恰恰也是我们经常看到的现实。表 8-2 显示了各类股票的年收益率。基于投资者为追求增长而支付的超常成本，因此，明星股的业绩远不及垃圾股和市场大盘（分别落后于这两者 6% 和 3%）。在没有考虑真正估值的情况下，这一结果似乎更令人匪夷所思（当然，其中也包含着间接估值成分）。

◇ 分析师的预测与内含增长率

也许有人会问，那些公开批评分析师缺乏预测能力的人，为什么总能在他们的领地里找到自己最感兴趣的东西呢？答案就在于一个简单的现实——分析师预测的长期增长率极其接近于根据反向工程股利贴现估值模型（DDM）得到的内涵增长率。例如，分析师根据动态研究有限公司（RIMM）预测的长期年均增长率约为 33%。而我根据反向工程 DDM 得到的内涵长期年均增长率则为 35%。另一方面，分析师得到的长期增长率为 -3%，而我的反向工程 DDM 则表明，市场内涵的长期增长率则是 -1%。

不过，能找到一支长期增长率为负的股票绝对是难得一见的成就。帕特里克·库萨蒂斯（Patrick Cusatis）和兰德尔·伍尔里奇（J. Randall Woolridge）在 2008 年发表的论文中，对分析师的长期增长率预测从多个侧面进行了研究。在这里，和我们的讨论关系最大的是，分析师不情愿预见负的长期增长率。库萨蒂斯和伍尔里奇指出，在他们研究的美国样本（1984 ~2006）中，约 31% 的公司最终均表现为负的长期收益增长率，而按照分析师的预测，只有 0.17% 的公司会遭遇负增长！

预期增长率与内涵增长率之间的密切关联度并不让我感到特别意外（我认为很多读者也不会感到吃惊）。因为分析师经常以长期增长预测说明其目标价格，并据此提出投资推荐。但奇怪的是，对于这些更关注短期市场动量的分析师，他们的目标价格与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格居然具有极高的关联性㊀。

因此，长期预期增长率与内含增长率之间完全有可能存在较为紧密的关联性。

图 8-1 根据从标准普尔 500 指数中随机选择的 200 只股票对此进行了分析。我采用一个简单的三阶段 DDM 模型（以前我曾多次使用过）对内涵长期增长率进行了反向过程预测，预测结果以点表示，并与分析师认可的长期增长率估计值进行比较。

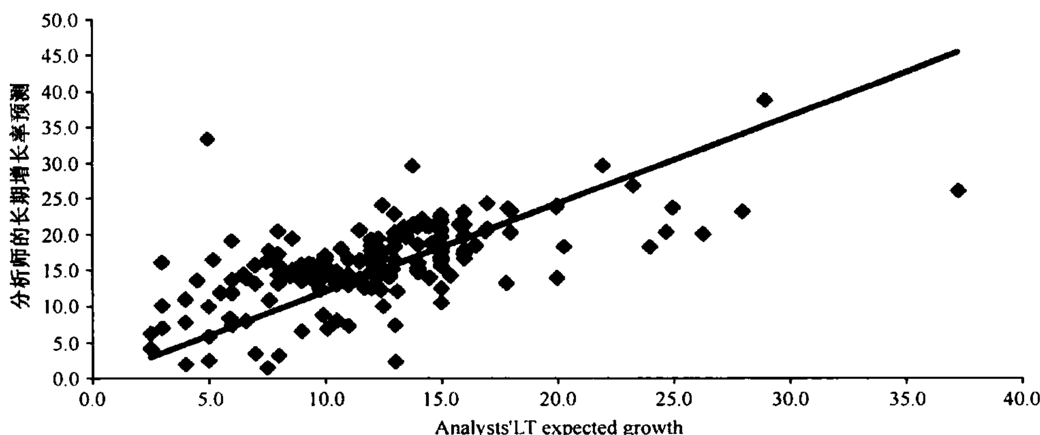


图 8-1　分析师的长期增长率预测与反向工程 DDM 模型获得的内涵增长率

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 考虑估值因素

迄今为止，我们还一直没有考虑估值因素（计算投资的内涵增长率）。现在，我们可以把估值作为投资分析的一个明确要素。为此，我们只需根据市净率（PB）构建投资组合（估值标准不影响本研究结果），然后，计算分析师对每个组合的长期预期收益增长率，并对前 5 年的实际增长率及未来 5 年的增长率进行比较。

根据分析师的预测，在美国，最廉价股票构成的组合（图 8-2 中所示的“价值股”），其预测年均收益增长率约为 10%。但前 5 年的实际年均增长率却只有 7%！就实际创造的增长率而言，这些股票的年均收益增长率略高于 9%（这与分析师的预测不存在统计上的显著性）。

但是，处于另一个极端上的股票（即“成长股”）则显示出完全不同的图景。分析师预测的成长股年均增长率约为 17%（此前年度的年均增长率为 16%）。但实际的年均增长率却只有区区的 7%。这表明，投资者确实在为未来的成长而过度支付。

同样值得注意的是，历史增长率与预测增长率之间的相关系数为 0.98，而预测增长率与未来实际增长率之间的相关系数却是 -0.9。我在前面已经多次提到过，这些现象非常有力地说明，分析师在分公布长期增长率时，往往会遵循“代表性直觉”（Representativeness Heuristic），按其表现形式而不是按其最有可能出现的情况对事物作出判断。

㊀ Stickel（2007）以及《行为金融学》（*Behavioural Investing*）第 10 章均论证了这一点观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲市场也表现出非常接近的结果（见图8-3）。按照分析师的预测，由最廉价股票组合的长期年均增长率约为9%，而前5年的实际年均增长率却只有6%！这表明，投资者确实在为未来的成长而过度支付。

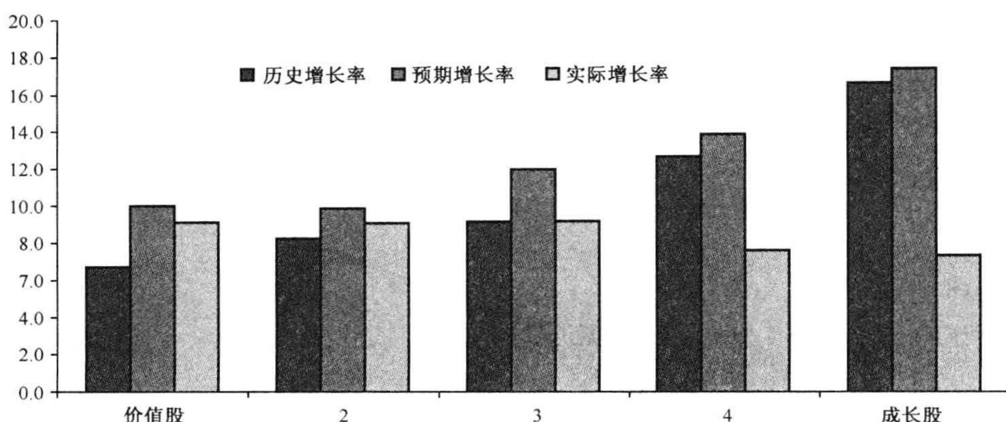


图8-2 增长率：历史、预期与现实（美国，1985～2007）

资料来源：SG Global Strategy Research。

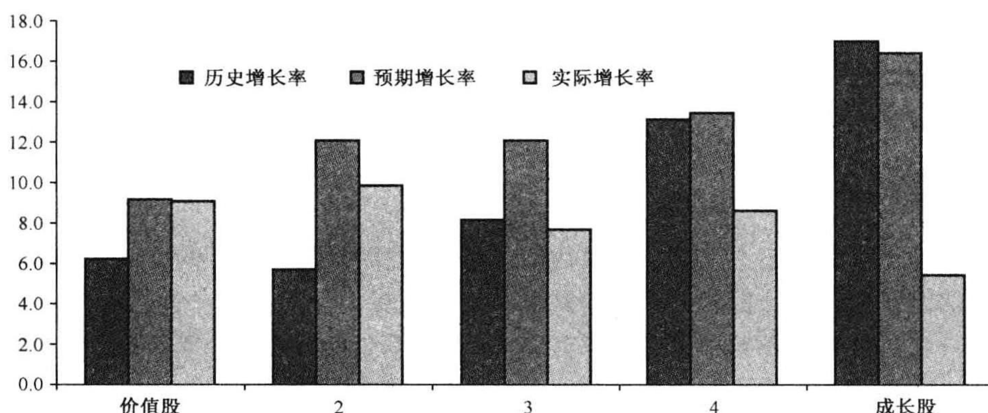


图8-3 增长率：历史、预期与现实（欧洲，1985～2007）

资料来源：SG Global Strategy Research。

而成长股的情况却与此不同。对于成长股，分析师预测的年均增长率约为16%（非常接近于17%的历史增长率）。不过，资本体系（再加上数学推理）都告诉我们，这样的增长率只能是黄粱一梦。最贵股票组合的长期实际年均增长率只有5%。

和他们的美国同行一样，欧洲分析师也在历史增长率和预测增长率之间发现极其显著的关联性（0.88），但预测增长率和时机增长率之间则表现为负相关（-0.77）。分析师们最看好的股票，往往也是最容易犯大错的股票！

◇典型案例：矿产股

当下，为未来成长过度支付的最佳事例莫过于矿产类股票（个人观点）。从2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年2月开始，我就一直在强调，要无比当心这个板块，到现在，84%的矿产股都在下跌！实际上，我上一次提到矿产股的时候，就已经指出：“泡沫的寿命当然要比我们预想的持久。”而这次泡沫的寿命甚至已经超乎了我的想象力。不过，就我个人的观点，我在当时得出的结论已经没有任何实质性意义：矿产业是投资为未来增长而过度支付的典型事例。我们不妨看一下证据。

图8-4显示了全球矿产业的盈利及增长趋势。就历史业绩而言，矿产业的长期年均收益增长率约为5%。不过，最令人关注的却是整个行业目前的盈利能力。

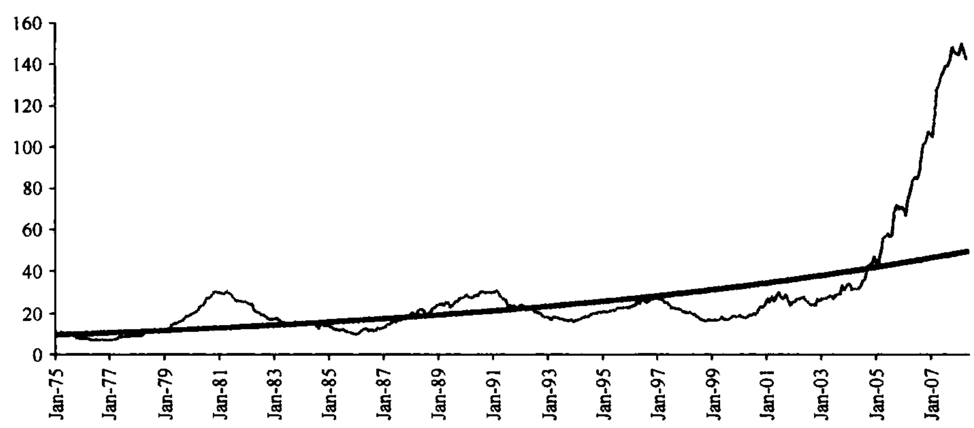


图8-4 全球矿产业盈利及增长趋势

资料来源：SG Global Strategy Research。

为了更清楚地说明这个问题，我们通过图8-5看看行业实际收益偏离趋势的百分比。就偏离程度而言，上一次出现这种情况还要追溯到20世纪70年代末到80年代初。但目前的偏离程度更大，几乎达到200%！

这也是人们对“超级循环”（super cycle）出现分歧的主要原因。行业盈利到底是像欧文·费雪（Irving Fisher）在1929年所说的那样，正处在一个新的永久性高位上，还是即将回归常态？

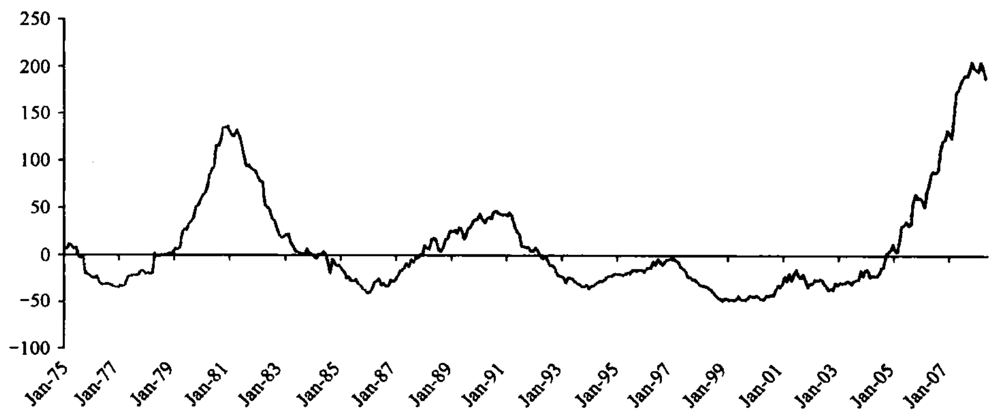


图8-5 全球矿产业实际盈利与长期趋势的偏差

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师的答案是两者皆非；行业收益将以指数形态继续增长。图 8-6 为分析师在历史收益序列基础上进行的增长率预测。根据机构经纪人预测系统（IBES）提供的数据，分析师认为，未来两年的年均增长率约为 27%，而此后的长期增长率仅为 15%！

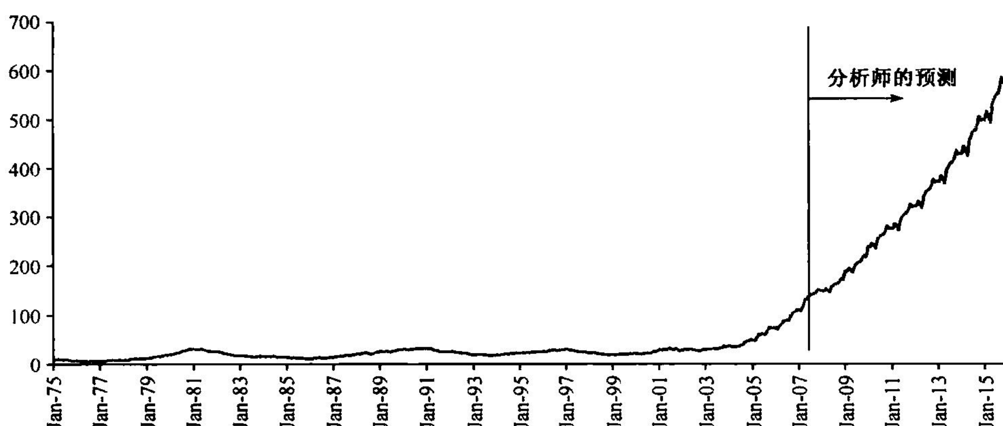


图 8-6 全球矿业盈利与分析师预测

资料来源：SG Global Strategy Research。

第一年和第二年的预测增长率如此接近，这难免令人疑惑。在总体上看，矿业分析师还是持谨慎态度的，因此，他们对第二年的预测通常要低于第一年。上一次出现次年预测高于当年的情况还是在 2002 ~ 2003 年期间，当时，矿产业的收益低于市场趋势。如图 8-7 所示，当前形势极不常见，分析师的唯一理由或许就是"这一次不同于以往"。

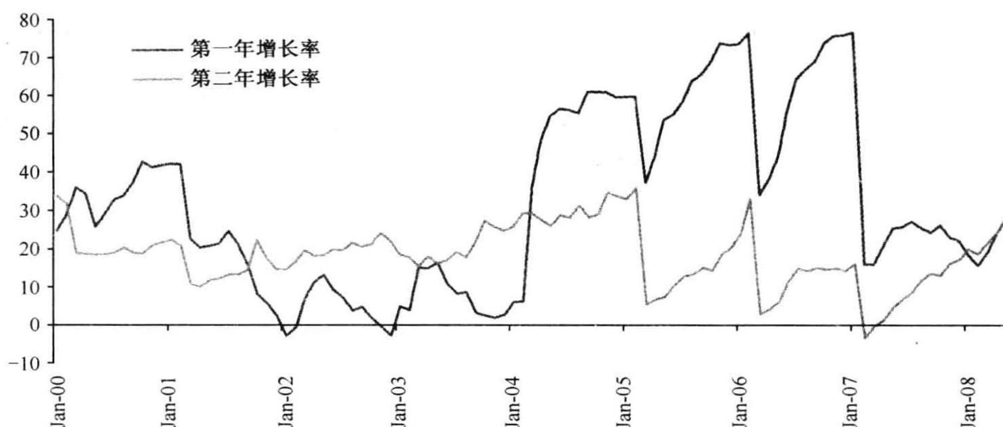


图 8-7 前两年的收益增长率预测：矿产业

资料来源：SG Global Strategy Research。

如上所述，分析师对矿业预测的长期年均增长率为 15%。但是按照我们的三阶段反向工程 DDM 模型，当前价格支持的未来 10 年年均增长率则接近 20%——这仅仅能支撑持当前的市场价格，更不用说未来收益了。似乎市场正在加速贴现中国及其他国家的未来增长。

通过简单的内涵永续增长率计算，我们可以看出，矿业的永续性年均增长率接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12%！这是不是有点太令人难以置信了呢?

从估值角度看，矿产股的价位显然属于成长股。采用经济周期调整后的市盈率（Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio-CAPE，该市盈率采用格雷厄姆的分析方式，用过去若干年经通胀调整后的平均盈利作为 P/E 中的 E，全部数据以上述的市场趋势收益为基础），矿产业（图 8-8）的市盈率几乎达到 60 倍，而市场的平均市盈率却只有 16 倍!

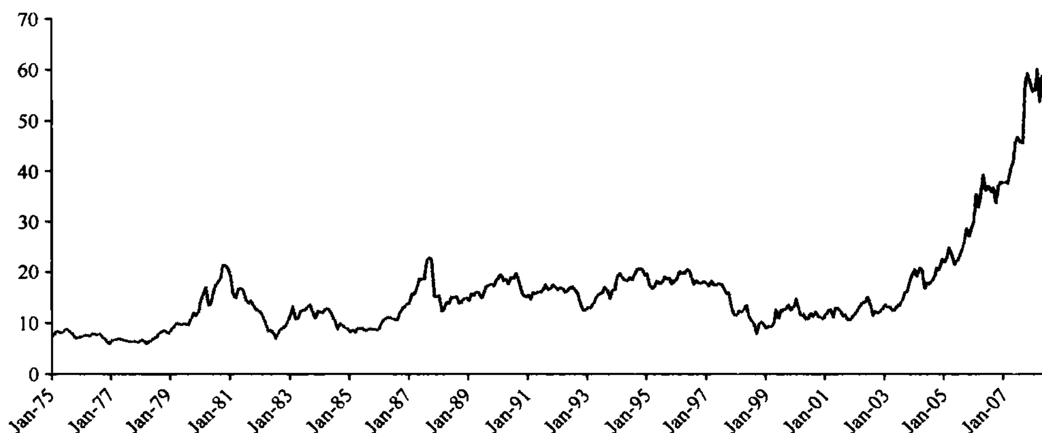


图 8-8 经济周期调整后的市盈率：矿产业

资料来源：SG Global Strategy Research。

我以前使用过的另一个估值指标是约翰·哈斯曼（John Hussman）设计的市盈率，即：以当日市场价与前次收益峰值对应的价格进行比较。尽管这也是一种衡量收益趋势的指标，但由于检验对象为相邻高峰之间的情况，因而非常依赖于起点和终点的选择。按这一指标（图 8-9），矿产业的市盈率为 19 倍，而市场平均市盈率则是 11 倍!

高估值带来的高成本，再加上畸高的增长率预测，都一清二楚地告诉我们：投资者的赌注就是“这一次不同于以往”。遗憾的是，到目前为止，所有这些慷慨陈词都只能说明：投资者正在为无法实现的梦想而透支今天。

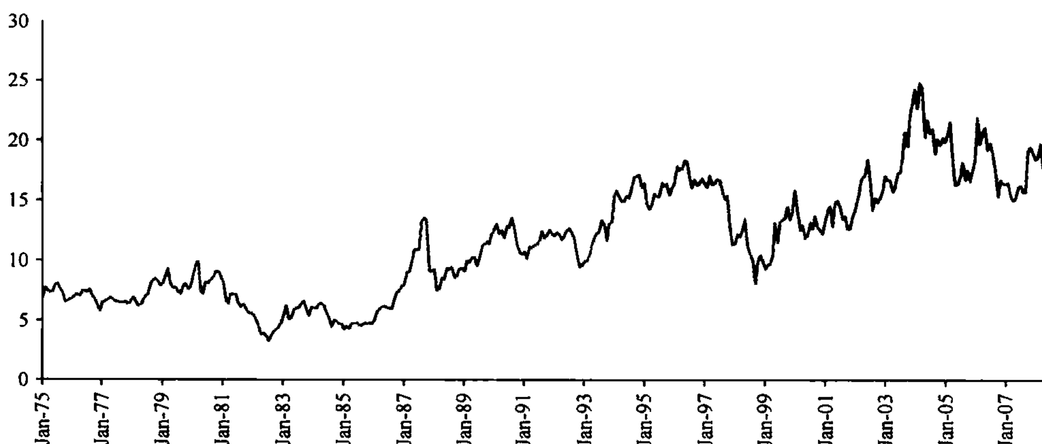


图 8-9 矿产业的哈斯曼市盈率（PE）

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

安慰剂、烈性酒与成长股㊀

你是否曾经买过没有商标的（廉价）镇痛剂，然后认定它就是不如（高价）正品药好？如果是这样的话，那么，你的大脑也许是在玩弄你。我们的思维中似乎有一种固化的潜意识，让我们对打折商品嗤之以鼻。我们经常会听到有人说，在股票市场上，没有人喜欢便宜货。那么，对便宜的偏见是否是形成价值溢价的根源呢？这其中当然不乏好消息：理性的思维似乎可以帮助我们克服这种偏见。但坏消息同样不可回避：在所有人都失去理性的情况下，唯我独清醒，显然绝非易事。

- 我们的思维中似乎总有一种先入为主的定式：价格＝质量。今天，这种想法在很多场合下是有益的。不过，和其他任何思维捷径一样，它最终总会让我们误入歧途，偏离理性决策的道路。
- 比如说，一种镇痛剂的价格是每片2.50美元，而完全同样的镇痛剂打折销售，价格只有10美分，那么，你会觉得哪种药更有效呢？就根本而言，它们具有完全相同的疗效（其实，它们都不过是糖片而已）。丹·艾瑞里（Dan Ariely）及其同事却发现，人们会认为高价药品的疗效超过低价药品。
- 如果你喜欢烈性酒，而不是药丸，不妨看看下面这个例子。给你品尝一瓶红酒，并告诉你红酒的价格是每瓶10美元；然后，再让你品尝另外一瓶红酒，并告诉你价格为每瓶90美元。实验的结果是，90美元红酒得到的好评是10美元红酒的2倍。实际上，两个酒瓶中的酒是完全一样的。所以说，我们似乎更习惯于鄙视廉价商品。
- 股票市场中是否也存在类似的情况呢？事实证明，在考虑股票时，投资者很有可能会采纳“价格＝质量”的推理。我们经常会听到有人说，在股票市场上，没有人喜欢便宜货。梅尔·斯塔曼（Meir Statman）等人最近进行的研究表明，那些最受“羡慕”的股票，是那些以往在市场和财务上有上佳表现且价格较高的股票；那些最受“鄙视”的股票，往往是那些以往业绩较差且价格相对较低的股票。
- 那么，到底哪种股票最有可能成为未来的成功者呢？非常奇怪的是，最终的胜利者恰恰是那些最受鄙视的股票。即使是对市场、规模、风险及动量进行控制，这些被鄙视的股票依旧能创造出2%的年均阿尔法值（年均超额收益）。
- 怎样才能克服、减轻或是消除这种对廉价商品的偏见呢？好消息是，理性的思维似乎可以克服我们对价格的迷信。因此，认真思考价格与质量之间的关系，可以

㊀ 本文首次刊登于2008年3月10日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帮助我们有效抵御这种思维偏差。但是，在所有人都失去理性时，让你一个人独自清醒，显然绝非易事。

你是否曾经买过没有商标的（廉价）镇痛剂，服用之后却觉得，它就是不如（高价）正品药好？如果是这样的话，很可能是你的大脑在玩弄你。我们最经常运用的一种思维就是以价格作为质量的替代物（这就如同把信心当作能力的替代品一样）。今天，“价格＝质量”的思维在很多场合下是有益的。比如说，在专卖店买一条价格不菲的品牌牛仔裤，肯定会比在沃尔玛买的牛仔裤更合身，做工更精细，质量也更有保证。但这绝非是放之四海而皆准的道理。

◇ 镇痛剂、安慰剂与价格

最近，丹·艾瑞里（Dan Ariely）[⊖]及其同事公布了一系列研究成果，对人类的决策方式进行了剖析。我首先要提到的是麻省理工学院斯隆管理学院丽贝卡·韦伯（Rebecca Waber）等人于2008年发布的研究结果。这项研究的内容是价格对镇痛剂预期疗效的影响。

艾瑞里等人对实验对象实施电击，以产生疼痛感。最初，电击非常轻微，只能产生瘙痒感。随着实验的持续，电击的强度逐渐增加。最终电击足以导致（实验对象）心跳加速，张大嘴巴，瞪大眼睛。

在实施电击之前，实验对象需要阅读介绍被检验镇痛剂（Veladone-Rx）的小册子。这本小册子告诉你，“Veladone是一种令人振奋的新药，这种止痛药类似于可卡因，但起效时间更快”。临床研究表明：在背对背的试验中，超过92%的患者在服用10分钟之后，病情得到明显缓解，药物作用持续时间最长可以达到8个小时。研究报告还说明了药品的市场价格。部分手册显示的价格为每片2.50美元，其他手册上注明的折扣价只有10美分。

在第一轮电击试验结束之后，参与者得到一杯水和一片药，并被告知药片为Veladone。实际上，它们只不过是糖片而已。参与者在服药15分钟之后再次接受电击，然后说明镇痛药是否有效。

丹·艾瑞里（Dan Ariely）及其同事得到的结果如图9-1所示。在被告知Veladone的成本为每片2.50美元时，85%的参与者感觉服药后感觉良好。相比之下，如果告诉他们成本为每片10美分，只有61%的人感觉痛感减轻。

因此，艾瑞里及其同事明确揭示了所谓的“安慰剂效应”（placebo effect），因为实验对象接受的药物只不过是糖片而已。但他们还指出，价格对这种安慰剂效应具有明显的影响：价格越高，实验对象感受到的药物效力就越强。

显然，这项研究对医疗卫生事业带来了深远影响。实际上，现代科学很早就已经

⊖ 他之所以屡次出现在我的笔下，就在于他对人类本性的深人研究。此外，他的研究题目大多非常有趣。他刚刚出版了一本名为《可预见的非理性》（*Predictably Irrational*）的书，我推荐各位读者看看这本书。它肯定是我的下一本必读书。我个人认为，《可预见的非理性》一书将成为行为心理学领域的《怪诞行为学》（*Freakanomics*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证实了安慰剂疗效的作用。多年以来，医学界以多种方式对安慰剂效应进行了探索。例如，当你咽喉肿痛时去看医生，医生给你开出抗生素。但是，约有1/3的咽喉肿痛是由细菌造成的——抗生素对此没有任何作用。但我们还是会大量服用抗生素，最终形成具有抗药性的细菌性感染，这种感染则会威胁到所有人。在遇到病毒感染时，他们或许就应该给你开点价格不菲的糖片，而不是抗生素。

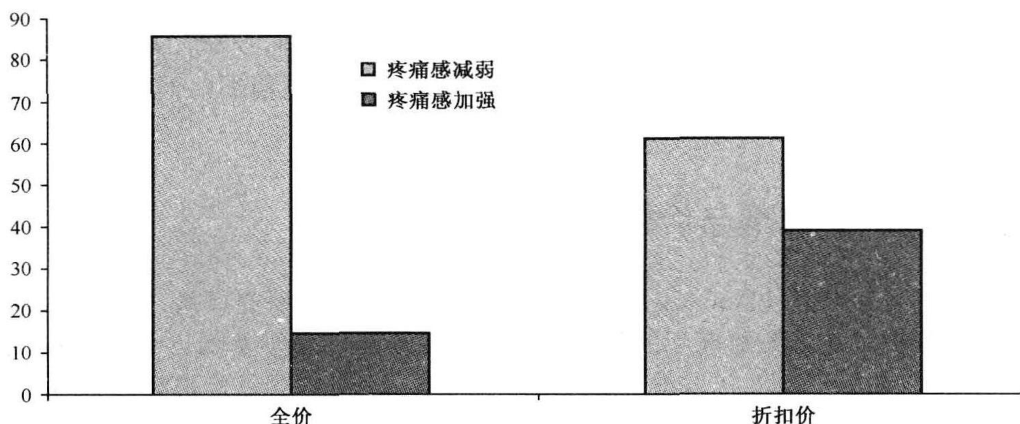


图 9-1 实验对象各种反应的比例

资料来源：Rebecca Waber 等人，2008。

◇ 高价葡萄酒一定更可口吗？

另一个试验来自加州理工学院的海尔克·普拉斯曼（Hilke Plassmann）等人（2008）。他们让实验对象品尝五种葡萄酒，然后要求他们对每一种酒作出评价。所有葡萄酒均为“解百纳赤霞珠”。实际上，全部试验只采用了三种不同的葡萄酒，其中的两种酒分别使用二次。在第一轮试验中，实验对象被告知每瓶酒的价格，比如说，2号酒一次被标价为90美元，另一次则被标为10美元（见表9-1）。

表 9-1 酒到底在哪个瓶子里？

标注价格（美元/每瓶）	实际编号
5 美元/瓶	1 号酒
10 美元/瓶	2 号酒
35 美元/瓶	3 号酒
45 美元/瓶	1 号酒
90 美元/瓶	2 号酒

资料来源：Hilke Plassmann 等人，2008。

图9-2为实验对象按1（一点也不喜欢）到6（非常喜欢）评分等级对每一瓶葡萄酒给出的评分。对标价为10美元的2号酒，实验对象给出的平均分为2.4，但是在告诉他们这瓶酒标价为90美元时，他们给出的平均分却达到了4。实际上，唯一不同的只有标价！

1号酒也得到了同样结果。因此，价格居然可以让实验对象对同一瓶葡萄酒的评分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提高 50% ~60%！

为进一步证明价格是影响评分结果的唯一因素，普拉斯曼等人在不告知价格的情况下重复了上述实验。实验结果如图 9-3 所示。在没有价格提示时，实验参与者每一次都对相同的葡萄酒给出了相同的评分。

在两张图中，相同葡萄酒的位置完全相同，这表明，在被告知价格较低（5 美元）时，人们确实会人为地降低葡萄酒的品位感觉，而在被告知价格为 90 美元的时候，他们则会大幅提高口感评价！

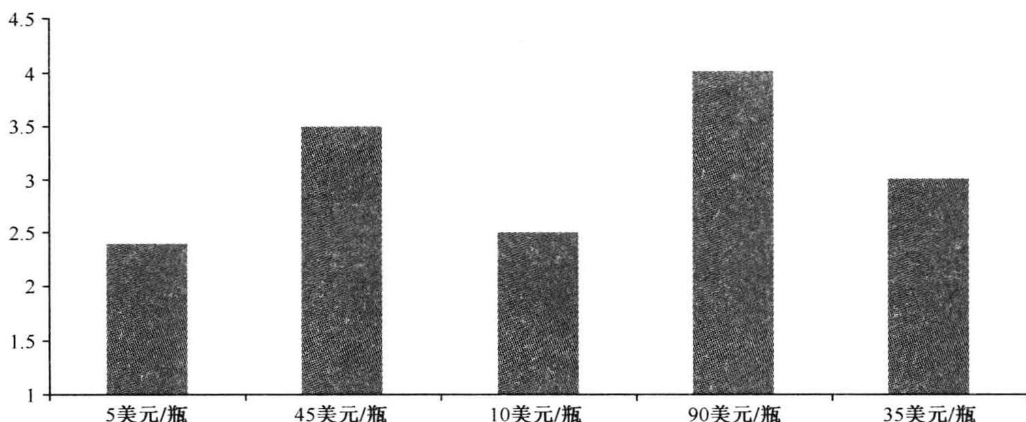


图 9-2 对葡萄酒的平均评分（1 = 不喜欢，6 = 确实喜欢）

资料来源：Hilke Plassmann 等人，2008。

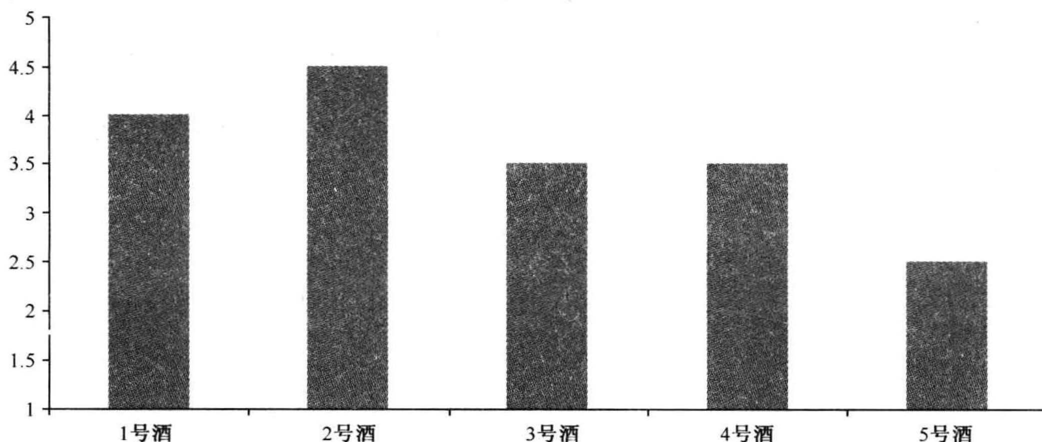


图 9-3 对葡萄酒的平均评分（不提供价格信息）

资料来源：Hilke Plassmann 等人，2008。

◇ 成长股

那么，人们在投资时是否也会出现这种情况呢？我们完全可以相信，人们可能会认为，高价股票是比廉价股票更可靠的投资选择，因为成本也许就代表着质量——就像人们对待镇痛剂和葡萄酒的态度一样。既然如此，股票是否是另一种廉价反而带来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失信的商品呢？

一篇最新发表的论文验证了这一点。2008 年，梅尔·斯塔曼（Meir Statman）等人针对《财富》杂志年度调查中被评选为最受“羡慕”和最受“鄙视”的公司，从长期投资价值角度对其股票的特征及业绩进行了检验。研究区间为 1982 年到 2006 年。

表 9-2 显示了组合中每一只股票的基本特征。最受羡慕组合中的股票当然是“优秀”企业。在过去的两年里，这些公司的年均销售增长率约为 10%，相比之下，被鄙视股票发行企业的年均销售增长率却只有 3.5%。无论是近期表现，还是中期表现，它们都相对较为出色（以动量衡量）。最受羡慕的股票往往价格较高，体现为市现率（P/CF）达到 9.7 倍，而被鄙视股票的市现率则为 7.3 倍[⊖]。

表 9-2 最受“羡慕”和最被“鄙视”股票的基本特征

基本特征	受羡慕的公司	被鄙视的公司
市盈率 P/E	15.0	12.6
市净率 P/B	2.0	1.3
市现率 P/CF	9.7	7.3
销售增长率（过去 2 年）	10.0%	3.5%
盈利增长率（过去 2 年）	12.7%	5.2%
资产回报率 ROA	15.8%	12.5%
12 个月平均收益率	21.5%	11.0%
36 个月平均收益率	81.2%	38.4%

资料来源：Meir Statman 等人，2008。

梅尔·斯塔曼等人随后对股票业绩随时间的变化情况进行了监测。图 9-4 是他们的检验结果。被鄙视股票的业绩确实好于被羡慕股票。即使是按市场、规模、风险及动量等收益率进行调整，结果依旧如故！例如，这些劣等股票在经过 4 年期“四因素”模型调整后的年均阿尔法值（年均超额收益）虽然仅有 2%，但所谓的优质股票，其收益率却变成了负值。

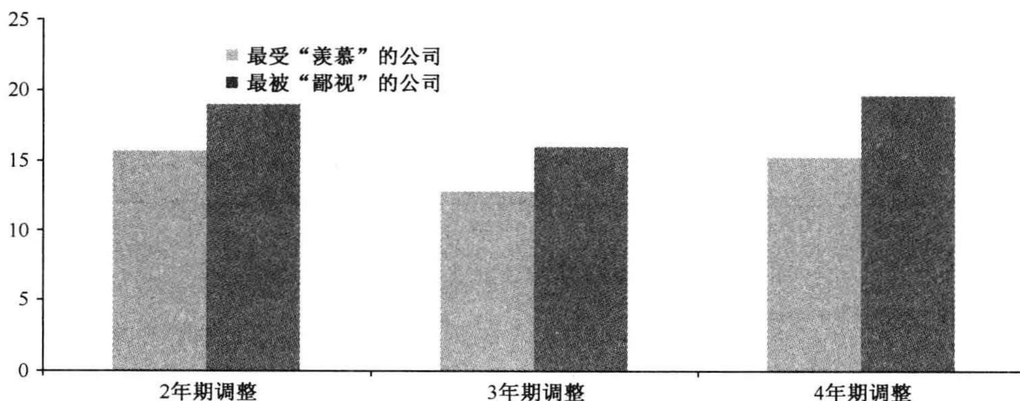


图 9-4 最受“羡慕”和最被“鄙视”股票的业绩

资料来源：Meir Statman 等人，2008。

⊖ 市场分析师的投资建议也提出类似结论。有关详情见《行为投资学》(*Behavioural Investing*) 第 10 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 战胜偏见

值得欣慰的是，认知反映（cognitive reflection，或称认知性思考）有助于帮助我们克服这种“价格等于质量”的“自发性”公式。为说明这一点，我们可以参考斯坦福大学商学院营销学教授巴巴·希弗（Baba Shiv）等人的研究（2005）。他们就“心理能量”饮料对猜字谜能力的影响进行了研究。在分发饮料之前，试验对象被告知饮料需要收费。他们告诉一部分人，饮料支付全价（1.89 美元），另一部分人则被告知，饮料的正常价格为 1.89 元，但学校通过批量采购，把价格降为 0.89 美元。

图 9-5 为巴巴·希弗等人得到的试验结果。“控制组”在没有饮料的帮助情况下进行猜字。不过，这项试验中最引人关注的结果是接受打折饮料的试验对象，他们的表现极差！他们解答的字谜比“控制组”或全价组少 3 个。因此，巴巴·希弗等人认为这是“安慰剂负效应”（折价影响表现）存在的有力证据，但全价却并不能改善上述表现。

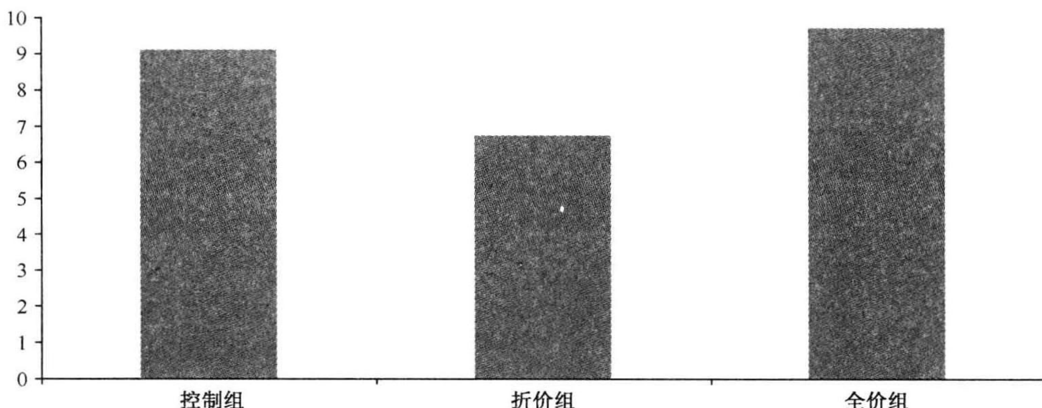


图 9-5 解答字谜的数量

资料来源：Baba Shiv 等人，2008。

在第二个试验中，巴巴·希弗等人强调的是价格与效能的联系，他们要求试验对象在阅读如下语句之后，对饮料作出评价：“按照为饮料支付的价格，我认为饮料改善心智表现的效果‘非常差’（1）或‘非常好’（7）”；及“按照为饮料支付的价格，我认为饮料在改善注意力方面的效果‘非常差’（1）或‘非常好’（7）”。

实验结果如图 9-6 所示。价格高低对解答字谜的数量没有任何影响。因此，简单地要求人们考虑价格与质量的联系（或缺少联系），似乎对认知效果没有影响。这也表明，价格与质量之间的关联，大多是某些潜意识思维过程的产物。

或许投资者已经学会克服潜意识中“价格 = 质量”这个定势思维：大多数价值投资者更多的是把时间用于挖掘公司股票的内在价值，这实际上已经反映出理性工具的主导性，而不是跟着感觉走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

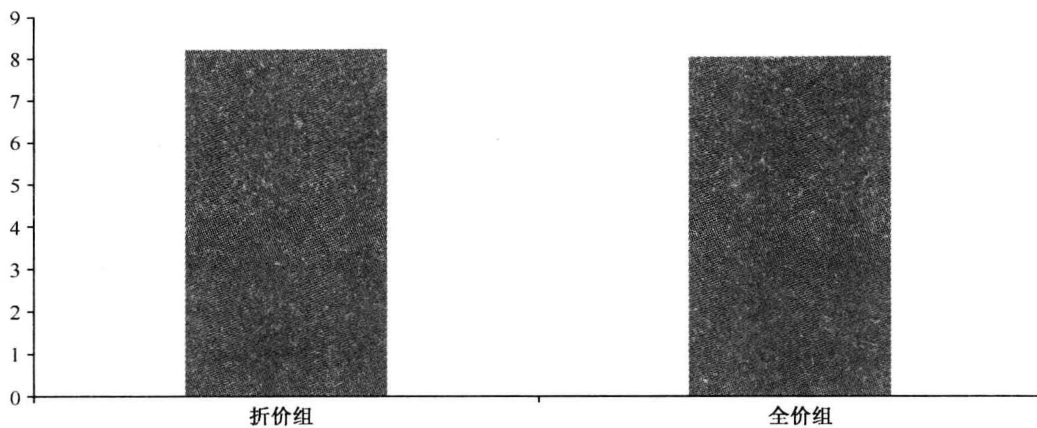


图 9-6 解答字谜的数量

资料来源：Baba Shiv 等人，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

追悔莫及的错误㊀

只要提到价值股和成长股，我就喜欢把成长股定义为价值股的对立面。但成长型基金经理经常会大声疾呼：这样的定义不公平。因此，为了尽量做到不偏不倚，本章将在摆脱价值指标的前提下分析成长股。但结果依旧未变。成长股投资极有可能变成绝对错误。

- 我们总习惯于只接受符合自己意愿的信息。因此，为克服这种偏见，我们应该主动去寻找证明自己错误的信息。多年以来，我阅读了大量证明价值型指标优越性的论文。每次研究，我都会不由自主地从估值角度出发，把成长股定义为价值股的对立面。不过，这样定义成长股或许还不够精确。
- 那么，我们到底应该怎样定义成长股呢？很多探讨企业管理的书籍或许能为我们提供一点启示。在《基业长青：企业永续经营的准则》（*Built to Last*：*Successful Habits of Visionary Companies*）一书中，作者吉姆·柯林斯（Jim Collins）和杰瑞·波拉斯（Jerry Porras）挑选出18家“高瞻远瞩”（visionary）型公司——它们是企业界的精英。此外，他们还定义了一批比较公司（与这些“高瞻远瞩”型公司同处一个行业的优秀企业）。遗憾的是，自该书出版之后，比较公司的业绩已经明显超越了“高瞻远瞩”型公司！
- 《财富》杂志对最被“羡慕”企业的调查或许可以说明一点问题。最近，丹尼斯·安吉纳（Deniz Anginer）等人对最被羡慕公司和最被鄙视公司的股票组合进行了检验，他们发现，差股票的年均收益率反而比明星股高出2.5%。因此，没有任何证据能说明，我们善于挑选股票。
- 丹尼斯·安吉纳等人的研究与桑迪·泰勒（Sandie Taylor）及梅根·布彻（Megan Butcher）的最新研究不谋而合。通过模拟审判，他们发现，外表丑陋的被告比相貌富有魅力的被告更有可能被判有罪，而且被判更长的刑期。价值股就是金融领域的“丑”被告，而成长股则是市场上富有魅力的明星。
- 寻找成长股最合乎逻辑的方法就是借助于成千上万金融分析师的观点。以前，我曾用他们的一年期预测说明，“成长”并不会给投资者带来回报。但有些成长型基金经理则认为，这是因为选用时间段的错误造成的。因此，我们现在不妨把注意力转移到5年期增长率的预测。遗憾的是，我们发现，这些拥有最高预期增长率的股票，带来的却是最低的回报率；而那些拥有最低预期增长率的股票，反而创

㊀ 本文首次刊登于2007年3月29日的《*Global Equity Strategy*》。版权归德意志银行下属的德累斯顿银行。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造出最高的回报率！

- 之所以会得到这个令人意外的结果，其原因在于，在进行预测时，分析师似乎对以往的增长率给予了过多的权重，却没有考虑到作为资本体系核心的非正常利润，会随着时间的推移而削弱。大量数据表明，盈利性具有强烈的回归均值趋势。一旦触及40%这个年均收益率的上限，资产回报率就会表现出回归市场均值的趋势。
- 因此，即便剔除以市场估值为基础的成长指标，其他定义依旧会带来令人沮丧的结论：对于投资者来说，成长型投资极有可能变成绝对错误。

通过大量的实证研究（通常是在公司数量分析团队的协助下），我依据市场估值把股票划分为价值股或成长股。这显然是一种简化的观点。实际上，在我大张旗鼓地赞美价值股时，总有一些怨气冲天的成长型基金经理责怪我，错误地定义了成长股。

◇ 基业长青

为纠正误解，澄清真相，我开始尝试着通过其他途径定义“成长”概念。但是，我应该从哪儿开始呢？菲尔·罗森维格（Phil Rosenzweig）在《光环效应》（*The Halo Effect*）一书中对管理类畅销书进行了总结，而这本书也给我带来一些启示，我认为，《基业长青：企业永续经营的准则》中列举的“高瞻远瞩”企业或许是最好的出发点。

通过这本书，柯林斯和波拉斯揭示了“放之四海而皆准的基本原则和模式”。他们首先从诸多行业中找出约200家领先型企业。然后，他们又把这些名单缩小到18只股票——它们是企业界的精英、金融界的至宝。柯林斯和波拉斯还在这个“高瞻远瞩”企业所在的每一行业中挑选一个比较公司。这些比较公司绝非等闲之辈，他们基本都拥有不错的业绩，只不过还不够出色。例如，宝洁就是高路华的比较公司。

罗森维格指出，柯林斯和波拉斯一点也不避讳，他们参考了大量的研究成果。

他们阅读了100多本书、3000篇文章……加到一起，他们收集的资料装满3个比肩高的储藏柜，4个书架，电子版文件多达20兆字节。

在柯林斯和波拉斯选出的“高瞻远瞩”公司中，14家企业自创建以来经营至今（这对于1990年进行的研究来说，已经很不易了）！因此，基业长青似乎是最适合它们的名头。但这些企业是不是最好的投资对象呢？作为投资对象，它们似乎还不够光彩夺目。图10-1为“高瞻远瞩”公司的总收益率在不同时间段上超过标准普尔500指数的百分比。我们可以看到，在柯林斯和波拉斯的研究结束前10年（1980～1990）里，它们中的71%超过市场指数。在这10年的时间里，“高瞻远瞩”公司的平均收益率勉强超过21%，而标准普尔500指数的收益率则是17.5%。

但是，以后的情况似乎就不那么漂亮了。在它们公布这项研究之后的5年里，它们中只有一半企业的盈利能力超过标准普尔500指数。这些“高瞻远瞩”企业的平均收益率为25%，而标准普尔500指数的收益率则提高到24%。而在1991年到2007年期间，“高瞻远瞩”公司的平均收益率为13%，标准普尔500指数的收益率为14%。实际上，就平均水平而言，这些股票的收益能力并不比标准普尔500指数好多少（见图10-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

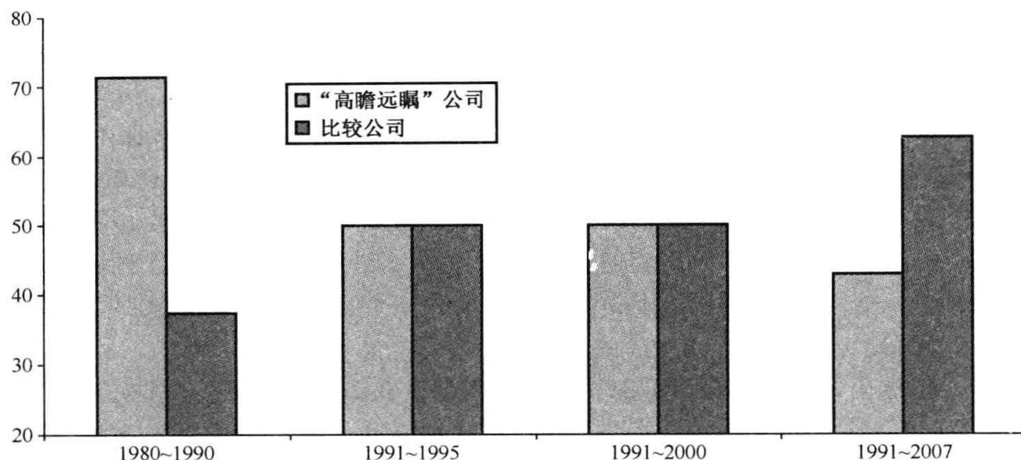


图 10-1 "高瞻远瞩"公司和比较公司的收益率超过标准普尔 500 指数的百分比

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

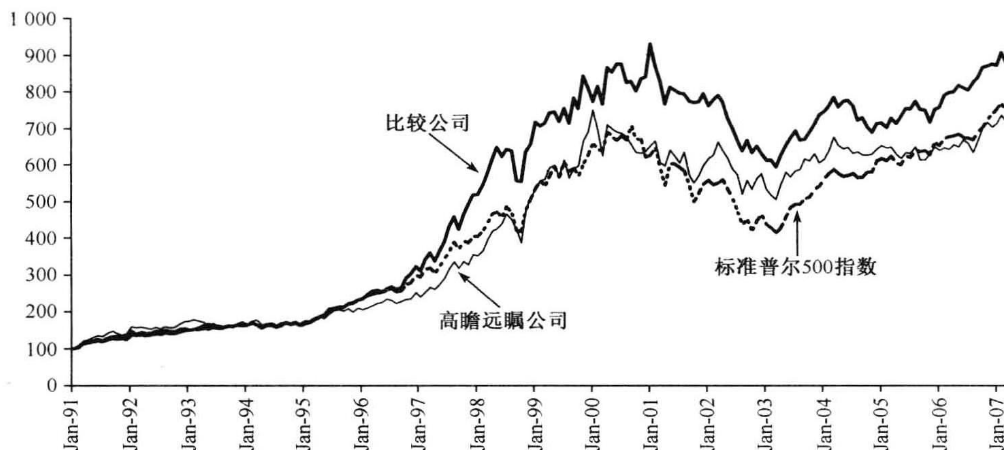


图 10-2 高瞻远瞩公司和比较公司的市场表现（1991 = 100）

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

在进行这项研究之前，比较公司的业绩确实很糟糕。它们的同期平均收益率为 12%，而标准普尔 500 指数收益率则是 17.5%。但是在研究结果发表之后，比较公司的业绩开始改善。在研究之后的 5 年里，全部比较公司的平均收益率为 25%，而标准普尔 500 指数的收益率则是 24%。在 1991 年到 2007 年期间，比较企业的平均收益率为 14.6%，标准普尔 500 指数的收益率为 13.5%，而那些"高瞻远瞩"公司的平均收益率却只有 13%！同样值得注意的是，更多的比较公司已经超越市场的平均收益率。

由此可见，针对成长股，柯林斯和波拉斯采用的标准似乎根本就无法选出真正的胜利者。因此，如果你想找到"如何创造优秀企业"的真正标准，最好还是看看罗森维格的书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇"羡慕"还是"鄙视"?

那么，我们还能到哪儿去找到成长型投资的证据呢？丹尼斯·安吉纳（Deniz Anginer）、梅尔·斯塔曼（Meir Statman）及肯尼斯·费舍尔（Kenneth L. Fisher）在2007年发表的论文中，对《财富》评选的最被羡慕公司和最被鄙视公司的收益率进行了检验。从1983年开始，《财富》每年对企业高管、董事和分析师进行一次调查，按管理人力资源能力、企业资产使用以及长期投资价值等8个指标，对各自行业中最大的10家公司进行评分。

之后，根据公司的总得分调整每年的投资组合。在23年内，被"鄙视"公司的年均收益率为17.5%，高于受"羡慕"公司近2个百分点。在按行业调整之后，两者的差异增加到2.5%（见图10-3）。

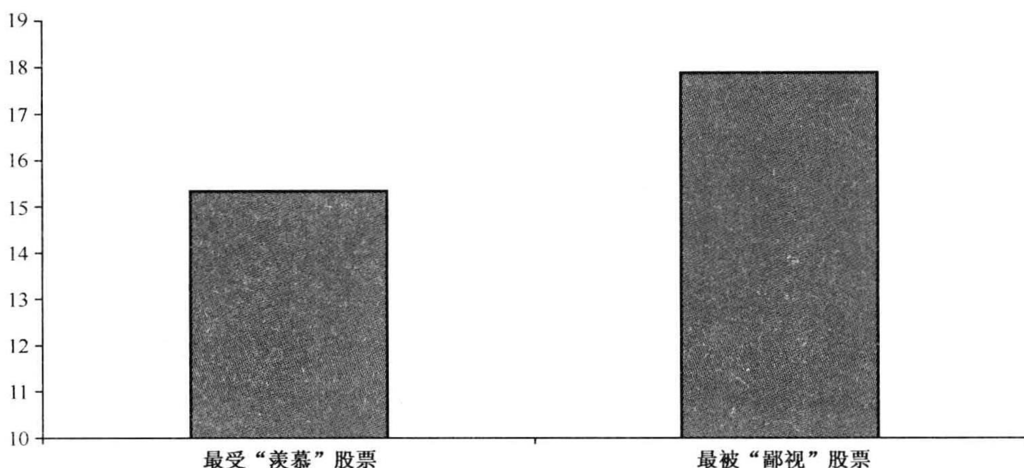


图10-3 最受"羡慕"和最被"鄙视"股票的收益率

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

表10-1为最受"羡慕"和最被"鄙视"股票的基本指标。在最受"羡慕"的组合中，股票大多具有较好的历史业绩，尤其是3~5年的收益率。此外，这些股票通常具有较高的市净率（P/B）和市现率（P/CF）。

表10-1 股票指标

基本指标	受羡慕的组合	被鄙视的组合
前1年平均收益率	11.8	21.0
前3年平均收益率	35.8	80.3
前5年平均收益率	81.4	176.3
市净率 P/B	1.3	2.1
市盈率 P/E	15.2	16.7
市现率 P/CF	6.7	9.2
销售增长率	6.3	10.5

资料来源：Deniz Anginer 等人，2007。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相比之下，最被“鄙视”组合中的股票则具有相对较差的历史回报率，而且大多可以划分为价值股（尽管选股过程不包含明确的估值标准）。

◇ 不要做丑陋的被告人

总之，成长型投资者似乎找不到任何可以依赖的证据。有趣的是，桑迪·泰勒（Sandie Taylor）及梅根·布彻（Megan Butcher）在2007年进行的一项最新心理学研究与此不谋而合。他们让96名学生阅读一位受害老妇人的陈述，每份陈述均附有一张被告人的照片，总共有4张照片，每个学生只能看到其中的一张。其中的两张照片被一个独立的小组评为“非常有吸引力”，其他两张照片则被认定为“普通”，这也许只是“丑陋不堪”的委婉说法而已。

然后，他们要求学生按0~5分的标准对被告人被判有罪的可能性进行评分。外貌有魅力的被告的平均得分为2.3，丑陋被告人的平均得分则是4.4！这就是说，仅仅是外表就让犯罪概论的可能性相差近两倍！他们还要求对刑期进行估计（最长不超过1个月）。丑被告的平均刑期为7个月，漂亮被告的平均刑期只有4个月（见图10-4）。

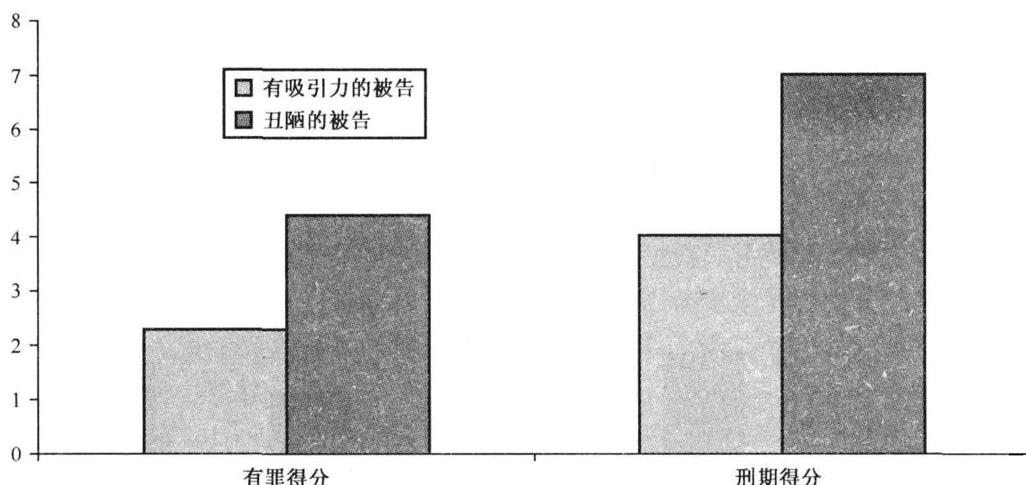


图10-4 不要做丑陋的被告人

资料来源：Sandie Taylor 及 Megan Butcher，2007。

成长股就相当于金融界的漂亮被告。投资者肯定愿意买进被《财富》评为最受羡慕的股票；不过，金融市场似乎比法官更擅长于制定刑期！

◇ 分析师的成长观

我们再来看一个可能给成长型投资者带来希望的预测——分析师的预测。以前，我们通常采用一年期的增长率——但成长型基金经理却大声疾呼“不公”，他们认为，一年的时间太短。于是，我们不妨看看分析师的长期收益增长率预测。我们可以认为，这些数字代表了分析师对5年期收益增长率的观点。

拉波塔（R. LaPorta，1996）指出，长期收益增长率预测值最高的股票，其实际回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报率却最低！最近，格莱格·福希（Greg Forsythe，2007）对这一研究进行了更新。但结果依旧如故。他对1982年到2006年期间的3 200只股票进行了研究，结果表明，收益增长率预测最高股票的实际年均收益率为11.5%，而预期增长率最低股票的收益率却达到了14.5%（见图10-5）。

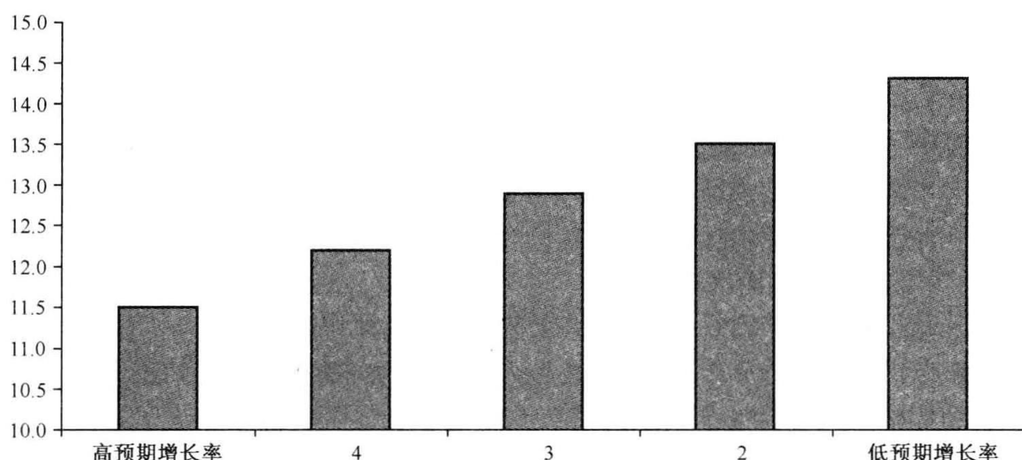


图10-5 预期增长率与年均收益率的关系（%，1982～2006，美国）

资料来源：格莱格·福希，2007。

在兴业银行数量研究部鲁伊·安图内斯（Rui Antunes）的协助下，我决定以摩根士丹利资本国际公司（MSCI）的数据为研究对象，对美国股票取得了类似结果。图10-6显示了以长期预测增长率为基础的风险调整回报率。拥有最高长期增长率股票的实际收益率最低，而拥有最低长期增长率却实现了较低的回报率（见图10-6）。

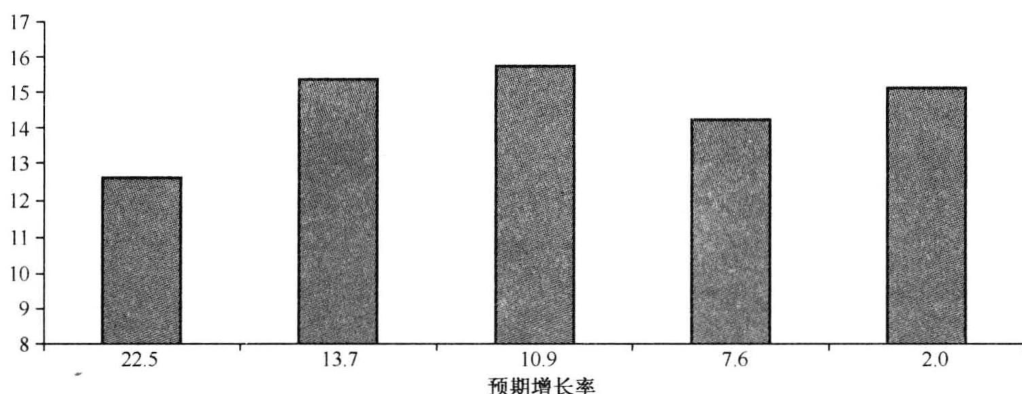


图10-6 以长期预测增长率为基础的风险调整回报率（%，1981～2006）

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

那么，分析师的预测为什么无益于长期收益增长率呢？我认为，图10-7可以回答这个问题。该图显示了分析师对长期收益增长率的预测（中间柱线），同时，我还在图中绘出了5年后的实际收益率（每组中的第三个柱线）。结果显然非常不利于分析师。增长率排在前1/5的股票与排在后1/5的股票，其实际收益率的统计数据根本就不存在显著差异！或许，我们应该恢复古代塞西亚人对轻率预测进行惩罚的制度：任何预言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有实现的占卜师都要被烧死[⊖]。

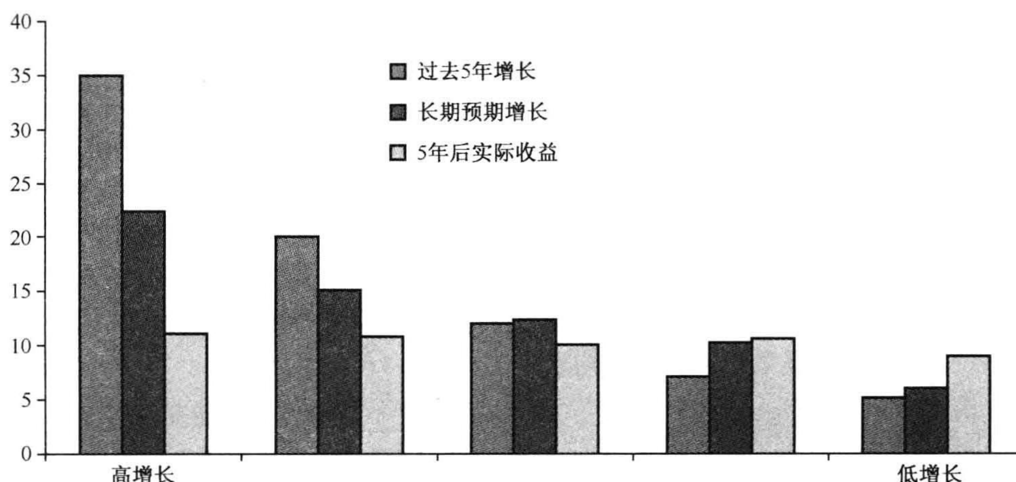


图 10-7　长期收益增长：历史、预期和实际状况

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

但这还不算最糟糕的。我还绘制了先于分析师预测的 5 年实际增长率。奇怪的是，高预期增长率的股票具有较高的历史增长率，低预期增长率股票的历史增长率也较低。

由此可见，分析师似乎是在以历史增长率推导未来增长率。这可能源于所谓的“代表性”（representativeness）心理缺陷——以外表而不是现实判断事物。因此，只要看到快速增长的企业，分析师就会得出结论：它们是名副其实的快速增长型企业，反之，眼下表现出低增长率的企业，就是真正的低增长型企业。但他们却忽略了一个最基本的判断标准：一个企业保持竞争优势而不出现任何衰退的统计概论。

这绝对也是致命错误。赚取非正常利润的企业将承受竞争压力，且易于丧失其盈利能力，这种观点始终是资本市场的核心思维。毫不奇怪，诸多研究依旧证明了这种机制的存在性和一贯性。

路易斯·陈（Louis K. C. Chan）等人（2003）对企业随时间推移而维持其超正常增长率的概率进行了研究。图 10-8 反映了他们的研究成果，并显示出企业保持其超正常增长率的概率与年份的关系。图中同时显示了理论上的“随机分布”以及路易斯·陈发现的实证分布。总体上，两者基本保持一致，很难清晰分开，但实证分布曲线始终在随机分布以下，这表明，现实世界远不像纯概率世界那么清纯简单。

法玛和弗伦奇发现，收益率（以利润占总资产的比例）在达到年均 40% 的临界值时，将出现强烈的均值回归趋势。他们还发现，“盈利率偏离均值越远，均值回归速度就越快。而且在盈利率低于均值时，回归速度较快”。

通过 Meta 分析[⊖]，孟菲斯大学的罗伯特·威金斯（Robert Wiggins）和得克萨斯大学奥斯汀分校的蒂姆·鲁夫里（Tim Ruefli）在 2005 年发现，法玛和弗伦奇的结论几乎接近于标准。大多数研究都指出，盈利率在达到 30% ~50% 时，将表现出均值回归趋

⊖ 见 http://www.greektexts.com/library/Herodotus/Melpomene/eng/101.html。

⊖ Meta-analysis，用统计学方法对多个研究资料进行分析和概括，以提供量化的平均效果来回答研究问题，可以通过增大样本含量增加结论的可信度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。威金斯和鲁夫里认为，最近几年，企业盈利率下降速度明显加快！

我想提醒各位读者关注的最后一篇论文来自迈克尔·切尔（Michael Schill，2005）。在这篇精彩纷呈的文章中，切尔指出，如果一定要预测未来的话，至少应该以理智为出发点，而不是幻想。

盈利率的均值回归也是切尔探讨的问题之一。他以 1994～2004 年期间的所有上市公司为研究对象，并根据资产回报率（ROA）的目前水平为基础，把它们分为 5 组。之后，他对这 5 个组别在随后 3 年的结构进行了跟踪。结果如图 10-9 所示。对于那些初始盈利率最高的公司，在随后的几年里呈现下跌趋势（因此，原来排名在前 1/5 的公司，最终的平均排位跌至第三个 1/5）。另一方面，原来排名在最后 1/5 的公司，随后 3 年的平均资产回报率则回升至平均水平。

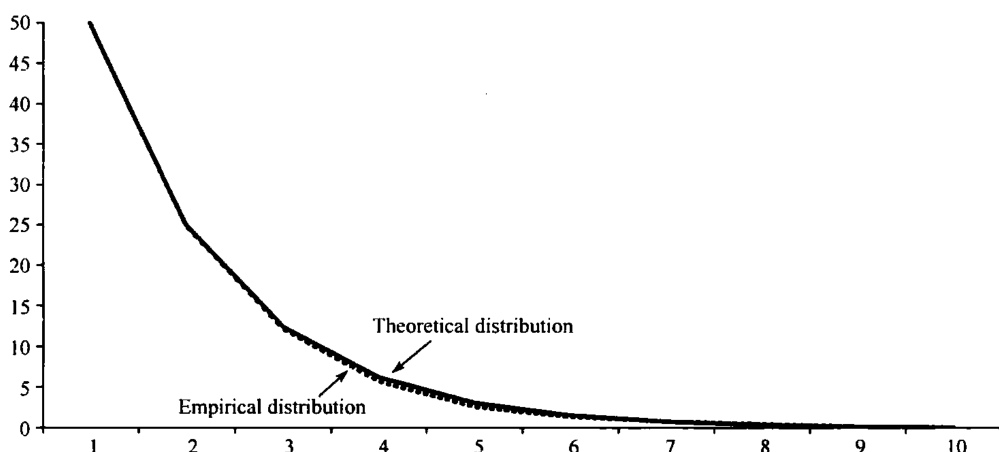


图 10-8　企业保持其超正常增长率的概率与年份的关系

资料来源：Louis K. C. Chan 等人，2003；德累斯顿银行宏观研究部。

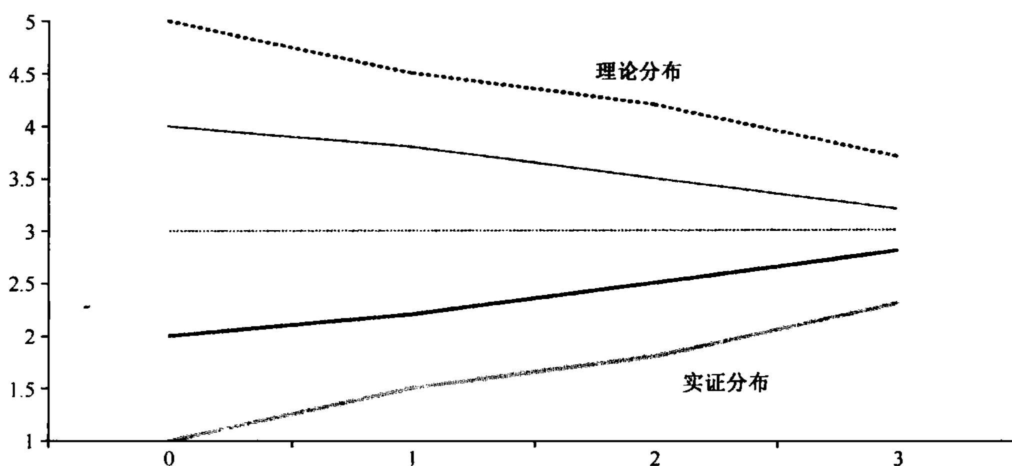


图 10-9　ROA 的平均水平与随时间的变化趋势（美国，1994～2004）

资料来源：Michael Schill，2005；德累斯顿银行宏观研究部。

此外，希尔还通过实验对上述的预测问题进行了分析。他为 300 名一年级 MBA 学生随机分配一家上市公司，并在 1980～2000 年间任意选择一年，然后要求学生对指定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在随后3年的销售增长率（及营业利润）进行预测。学生能得到的已知数据包括所在行业（但无公司名称）、公司以往3年的销售增长率和营业利润、历史及未来3年的行业平均增长率和利润率、真实GDP、通货膨胀率及利率。

图10-10为预期销售增长率在基准情况下的均值及实际情况均值。非常奇怪的是，学生对增长率的预测普遍过于乐观。

此外，希尔还要求这些学生描述高端情况和低端情况。所谓高端情况，是指销售增长率排在前80%的情况；而低端情况则是指排在后20%的情况。图10-11标出了在基准情况、高端情况和低端情况下的销售增长率以及80%与20%的实际分界点。在第3年，高端情况的预测比基准情况高出4个百分点，而低端情况预测则比基准情况低4个百分点。这显然是证明过度自信的绝佳示例；预期变动率远高于实际变动率。

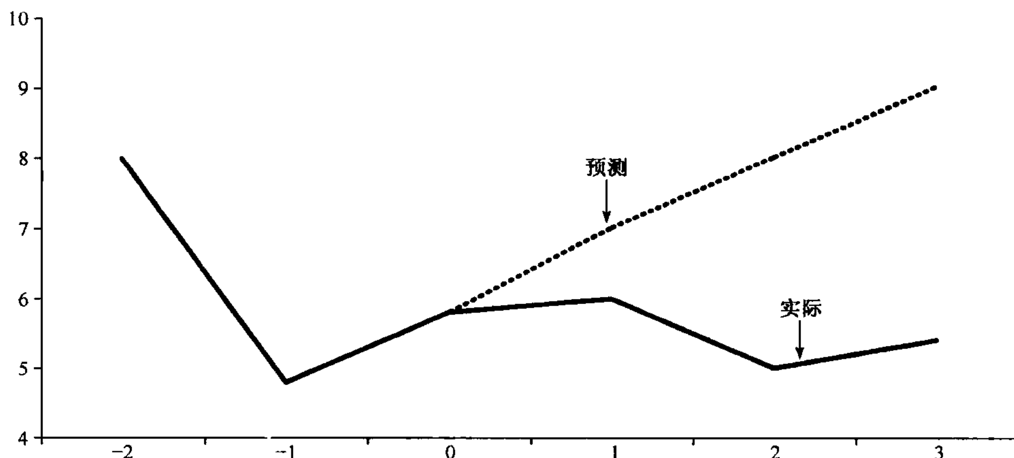


图10-10 销售增长率——实际情况和预测情况

资料来源：Michael Schill，2005。

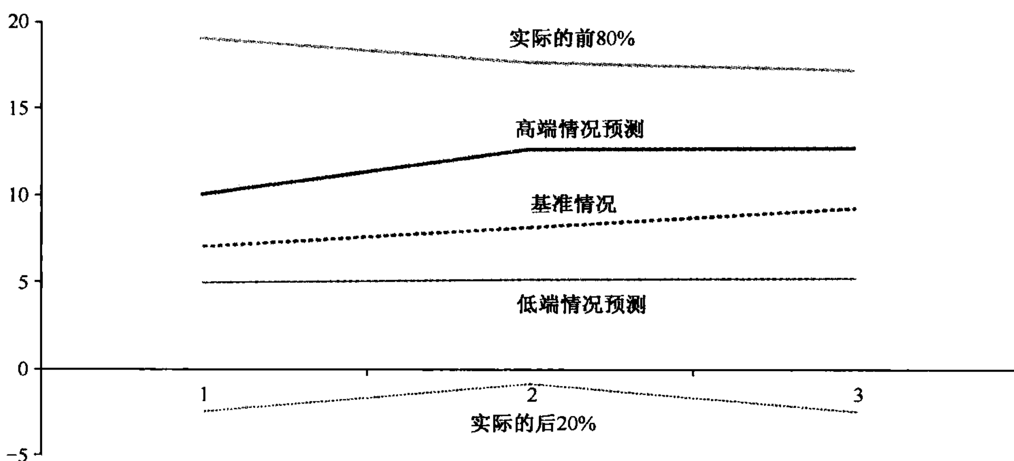


图10-11 销售增长率——实际情况和预测情况的变动率

资料来源：Michael Schill，2005。

在即将出版的《当大脑遇到金钱》（*Your Money and Your Brain*）一书中，贾森·茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威格（Jason Zweig）着重解释了杜克大学精神病学教授斯科特·胡特尔（Scott Huettel）的研究成果。斯科特·胡特尔等人（2002）对大脑预测事件重复性度的方式进行了研究。他们向实验对象显示一系列随机排列的方框和圆圈。但是在人们看到单一的■或●的时候，他们无从知晓下一次会出现什么符号。不过，尽管已经清楚地告诉他们，每个符号的出现完全是随机的，但是在出现■■之后，他们认为随后即将出现第三个■；在出现●●之后，他们则会下意识地预测●。

因此，我们的大脑似乎更习惯于遵循规律，尽管这个规律或许根本就不存在；即便已经知道事件的完全随机性，但我们还是不由自主地去盲从规律。

◇ 结论

只关注符合我们意愿的信息，是人类最经常犯的错误之一。因此，为检验我们对价值股重要性的认识，就应该去寻找成长股表现更佳的证据（即确认偏差）。定义成长性是一件很微妙、很有技巧的事情。不过，即使没有这些指标，我们也依旧能找到证据：成长型投资往往是一条失望之路。我们在这里采用的所有指标均未考虑估值因素，因此，我们对成长概念的定义不过是价值的对立面而已。但即使是作出这些调整，我们也无法找到证据，证明“成长”概念是我们追求财富的好办法。

尽管成长股的女妖故事可以吸引越来越多的投资者，但最有可能的结果依旧是失望。根据现有证据，成长型投资依旧是让投资者捶胸顿足的必经之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

迫在眉睫的危险：三位一体的风险[一]

尽管风险似乎是金融界最受欢迎的词汇之一，但它也始终是最被误解的词汇！风险并不是一个数字，而是一个概念，或者说观念。在我看来，风险就等于本杰明·格林厄姆所说的“资本的永久性损失”。这种风险主要来源于三个方面：估值风险、经营/盈利风险和资产负债表/财务风险。投资者不应该痴迷于风险管理这样的伪科学，而应该关注风险的这种三重性。

- 价值投资是唯一把风险管理作为投资过程核心的投资方法（这是我的认识）。本杰明·格林厄姆强烈反对现代金融过度痴迷于标准差的做法（我相信，他肯定会对VaR捧腹大笑）。他认为，投资者应该更多地关注资本的永久性损失风险。
- 格林厄姆还提出了可能造成这种损失的三种广义风险。我们把这三种风险命名为：估值风险、经营/盈利风险和资产负债表/财务风险。估值风险可能是这个三位一体中最显眼的要素。买进高价股票就意味着你的赌注就是未来一帆风顺。而这样的股票根本就不存在安全边际。
- 有些市场的估值风险高于其他市场。例如，英国股市的“格林厄姆/多德”市盈率[二]为11倍，在英国，只有30%的股票G&D PE大于16倍。而在美国股市，G&D PE则是16倍，约有52%的股票G&D PE大于16倍。不过，就在一两年前，估值风险似乎还微不足道。
- 经营或盈利风险是目前最受关注的风险。正如格林厄姆所说的，真正的风险就是因为经济形势恶化或管理退化而对产品质量和盈利能力造成损失的危险。股票市场的运行似乎表明，这是一个高经营风险的领域。在股利互换市场，欧洲的股利率下跌了近50%，英国的股利率下跌40%，而美国的股利率仅下跌21%！对投资者而言，最大的挑战即评估盈利能力的变化到底是暂时性的，还是永久性的。当然，前者是机会，后者则是价值陷阱。
- 资产负债表/财务风险是这个三位一体中的最后一位。格林厄姆认为，资产负债表分析的目的，就是鉴别是否存在可能削弱投资价值的财务缺陷。总之，我们认为投资者在顺境中往往会忽视这些风险，但是在出现信贷紧缩时，它们就突然成为当务之急。在这个问题上，我们的建议是避免极端，既不要对资产负债表风险视而不见，也不要过度关注，只有更合理、更均衡的方法才能创造更好的投资业绩。

[一] 本文首次刊登于2009年1月27日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] G&D PE，按现价相对于过去10年平均盈利计算的市盈率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资是唯一把风险管理作为投资过程核心的投资方法。安全边际不过是防范错误和厄运的风险管理手段之一。

本杰明·格林厄姆警告我们，根本就不存在简单易行的方法去衡量风险。他当然不会把风险等同于标准差。我相信，他根本就没有时间去计算 VaR。相反，格林厄姆认为风险就是“资本的永久性损失”。多年以来，我就一直主张，资本的永久性损失来源于三个相互关联的风险：估值风险、经营/盈利风险和资产负债表/财务风险。下面，我们逐一对它们进行分析，并了解它们在现实形势下的运用。

◇ 估值风险

格林厄姆曾写道：“成长股的危险在于，对这么受欢迎的好东西，市场的定价往往缺乏稳健的未来收益预测做支撑。”换句话说，买进高价股票只能给你留下失望（参见《行为金融学》（*Behavioural Investing*）的第 8、26 及 37 章）。

当然，考虑到市场在过去几年的整体下跌态势，估值风险已经不再重要。但这不等于说不存在估值风险。如图 11-1 所示，美国的股票市场略低于“公允价值”——但这还不算是真正的便宜货。我不清楚这次严重的经济衰退是否能给我们带来真正的便宜货，但是在真正严重的熊市里，探底价格通常要跌至 10 倍市盈率 × 10 年期移动平均收益。这相当于 S&P－500 跌至 500 点的水平！

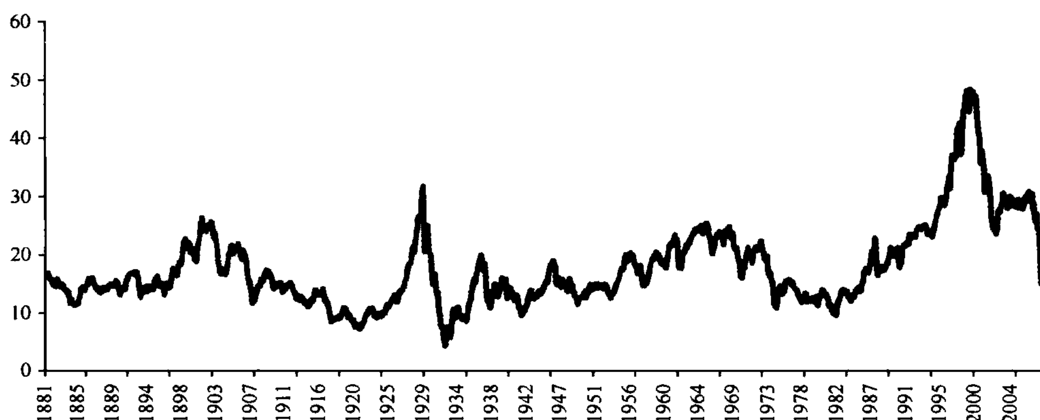


图 11-1　S&P－500 的 G&D PE

资料来源：SG Global Strategy Research 。

早在 2008 年 11 月底之前，我还可以说，美国股票市场的交易价格低于公允价值。但是 11 月底到年底之间的强势反弹表明，短期效应偶尔会让长期趋势荡然无存。

按自上而下估值法（即基本面分析法，根据宏观经济、行业趋势预测企业收益），其他国家股市则继续保持优于美国股市的估值基础。比如，英国和欧洲市场目前的市盈率一直不高。如图 11-2 所示，英国股市的市盈率还不到 11 倍。

在使用这种自上而下估值法时，首先可以看看 G&D PE 值大于 16 倍的股票比例。读者也许会问，为什么要选择 16 倍这个数字呢？格林厄姆的著作为我们回答了这个问题，他认为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 11-2 英国股市的 G&D PE

资料来源：SG Global Strategy Research。

我们建议以16倍市盈率作为计算买入普通股的最高价。尽管这个规矩在本质上有点主观性，但也不尽然。投资必须以可验证的价值为前提，而典型普通股的价值只能体现于已确定的盈利能力，即平均盈利能力。但如果平均收益比低于市价的6%，我们就很难用这样的盈利能力来证明股票的投资价值。

图 11-3 为当前的 G&D PE 值大于 16 倍的股票（必须为大盘股）比例。在美国市场，仍然有超过一半的股票属于这种情况，但是在英国和欧洲股市，我们却可以找到更有价值的股票，在那里，只有不到 1/3 股票的 G&D PE 值大于 16 倍。有趣的是，市盈率较高股票所占比例最高的居然是日本股市，约为 57%！

因此，尽管大盘持续下跌，但这并不等于说市场上没有估值风险。即使面对天赐良机，我们也要谨慎出手，寻找增值空间最大、风险成本最小的投资机遇。

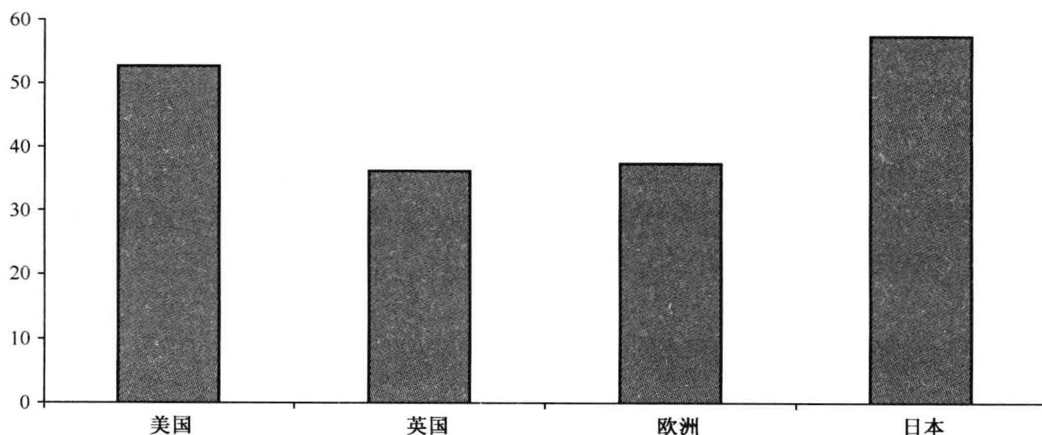


图 11-3 G&D PE 值大于 16 倍的股票比例（%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 经营/盈利风险

经营或盈利风险是目前最受关注的风险。正如格林厄姆所说：

真正的投资风险并不是既定时期内价格下跌股票占大盘的比例，而是因为经济形势恶化或管理下滑给产品质量和盈利能力带来损失的危险。

我们已经越来越深刻地意识到，当前市场正面临着一场自“大萧条”以来最严重的危机，在这种情况下，经济形势造成的盈利能力损失是所有投资者必须考虑的。格林厄姆警告投资者，主导市场更多的是当前收益，而不是长期均值。和丰瘦不均年份之间的收益变化一样，它也是造成普通股价格剧烈波动的主要原因之一。

对此，格林厄姆认为：

显然，按披露利润的暂时性变化来调整企业估值，这是股票市场非理性的一个重要体现。非上市公司在经济繁荣期创造的利润可能会达到衰退期的两倍，但企业的所有者肯定不会想到按比例去调整其投资资本。

在这种环境下，投资者面对的最大挑战，就是评价这种收益的变化到底是永久性还是暂时性的。前者代表着机遇，后者则是价值陷阱。

务必关注当前的每股收益率（EPS）与10年期平均每股收益率的关系。如果一只股票按当前盈利能力看属于廉价股，但是按平均盈利能力看则不是廉价股，那么，投资者就应该对它倍加小心——尽管它们貌似便宜，但只要收益下降，廉价的吸引力便会荡然无存，即便价格上涨也无济于事。

股票市场的运行似乎表明，这是一个高经营风险的领域。在股利互换市场，欧洲的股利率下跌了近50%，英国的股利率下跌40%，而美国的股利率仅下跌21%！对投资者而言，最大的挑战就是评估盈利能力的变化到底是暂时性的，还是永久性的。

图11-4为大盘股股票中当前EPS大于2倍的10年期间年均EPS所占的比例，我们以此作为盈利风险。在美国股市，只有1/3的股票符合这个条件（这与美国率先坠入危机的情况相符合）。按照这个指标，英国的情况最差，54%股票的当前EPS大于10年期间年均EPS的2倍。而欧洲和日本股市的这一数据则是42%。我们也许会认为，这些市场似乎不存在盈利风险和经营风险。当然，这确实有可能预示机遇：因为上述的低估值，很可能表示股票已经出现部分折价。

◇ 资产负债表/财务风险

在这个神圣的风险三位一体中，资产负债表/财务风险是最后一位。格林厄姆认为：“资产负债表分析的目的，就是鉴别……是否存在可能削弱投资价值的财务缺陷。”

在一帆风顺的时候，投资者往往会对资产负债表和财务风险视而不见。盈利会让他们忽略最重要的东西，而这些周期性出现的高收益更是让他们忘记了真正的收获——股利支付。只有当收益惨不忍睹的时候，投资者才会把他们的注意力重新转到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

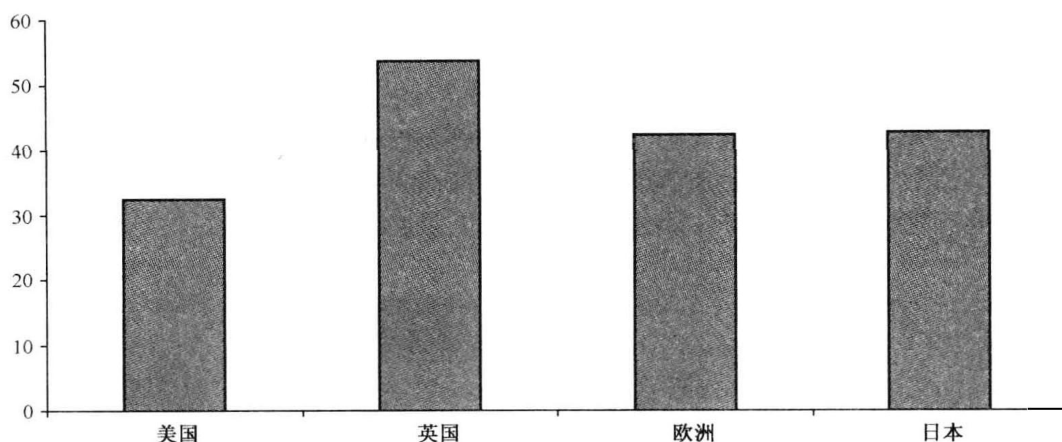


图 11-4　当前 EPS > 2 × 10 年期间年均 EPS 的股票比例

资料来源：SG Global Strategy Research。

资产负债表上。同样，在繁荣的市场上，杠杆可以倍数放大利润额，但很多投资者似乎忘记了，在经济急转直下时，他们也能把大利立刻变成巨亏。

我们可以用很多种方法量化资产负债表风险。兴业银行数量研究部的同事一直认为，莫顿模型（Merton Model）以及违约距离（distance to default）可以为我们考量这些指标提供最有价值的依据。作为一向喜欢简洁与传统的人，我始终钟情于一个让我在资产负债压力面前从未失手过的指标：爱德华·奥特曼（Edward Altman）提出“Z得分”公式（Z-Score Formula）用以衡量公司的财务健康状况，并对公司在 2 年内破产的可能性进行诊断与预测。

奥特曼的“Z 得分”公式最早设计于 1968 年，它通过 5 个比率预测企业破产的概率。

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

X_1 = 运营资本/总资本，它反映了公司资产的变现能力和规模特征。一个公司营运资本如果持续减少，往往预示着公司资金周转不灵或出现短期偿债危机。

X_2 = 留存收益/总资产，反映了公司的寿命及累积获利能力，对于上市公司，留存收益是指净利润减去全部股利的余额。留存收益越多，表明公司支付股利的剩余能力越强，通过利润率来反映其盈利能力。

X_3 = 息税前收益/总资产，这一指标衡量企业在不考虑税收和融资影响及其资产的生产能力下的情况，是衡量企业利用债权人和所有者权益总额取得盈利的指标。该比率越高，表明企业的资产利用效果越好，经营管理水平越高。

X_4 = 股票市值/总负债的账面价值，衡量企业的价值在资不抵债前可下降的程度，反映股东所提供的资本与债权人提供的资本的相对关系，反映企业基本财务结构是否稳定。比率高，是低风险、低报酬的财务结构，同时这一指标也反映债权人投入的资本受股东资本的保障程度，它通过有价证券市场价格的波动性反映投资的安全性。

X_5 = 销售额/总资产，衡量企业产生销售额的能力。表明企业资产利用的效果。指标越高，表明资产的利用率越高，说明企业在增加收入方面有良好的效果，是反映资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产周转率的基本指标。

若Z低于1.8，则企业存在很大的破产风险。通过进一步分析，我发现，这个指标有利于揭示潜在危险。图11-5为各国大盘股股票的“Z得分”低于1.8的比重。该指标不适合于金融业及公用事业，因此，我们的样本也相应剔除了这两个行业。

简单地说，各国的资产负债表风险水平在不同国家之间基本相同。“Z得分”低于1.8的企业比重约为20%~25%，这表明财务危机发生的可能性较高。

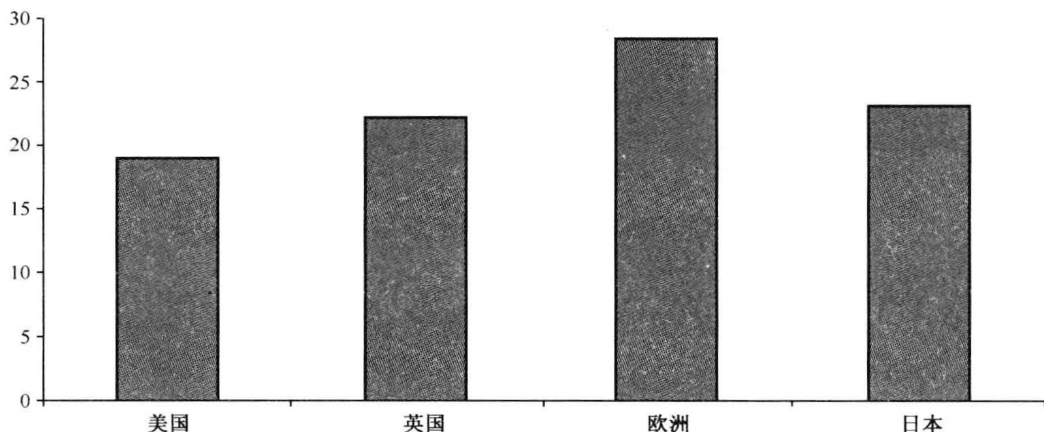


图11-5 “Z得分”<1.8的股票所占比重

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇结论

这三个相辅相成的要素都会带来资本的永久性损失。归根结底，我的观点是，风险并不是一个数字，而是一个概念，或者说观念。实际上，我对于在风险管理中运用伪科学的做法一直嗤之以鼻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

极度悲观、利润警报与心动时刻[一]

心理时间旅行（emotional time travel）[二]会让我们无所适从。在一天中最冷静的时候，我们根本就无法预知自己在盛怒之下会作何反应。约翰·邓普顿爵士认为，“市场极度悲观时也是最佳时机”，但是当每个人都在绝望地抛售时，买进又谈何容易。解决这个问题的一个潜在方案就是“事先约定”（pre-commitment）。失去无拘无束的自由会给我们带来恐惧，但这也是我们避免理性被情感绑架的最佳方法。例如，约翰爵士始终是在冷静时分析股票的内在价值，然后按远低于市场水平的价格提交买入指令，即使市场清淡，他也不为所动，然后，唯一需要做的事情就是静观其变。

- 心理学家已经无数次地指出，我们根本就不善于预测自己未来的感受。比如，在饱餐一顿之后，我们根本就想象不到饥饿是什么感受。同样，在忍饥挨饿的时候，我们也无法想象到酒足饭饱的感觉。在冷静的时候，我们会保持清醒，一如既往；但是在热血沸腾、极度兴奋的时候，我们会把以前的计划抛之脑后。
- 假设你的工作是校对员。你可以自己确定期限，然后在最后期限到来时提交所有工作，或是按出版公司预先确定的期限开展工作。大多数自己确定期限的人都能按期提交：道理很简单，他们相信自己有能力按自己的速度，按时完成工作。但那些按预定期限工作的人，往往会出现更多的错误，而且准时性也较差。其他两组则表现出明显的拖延症。这说明，“事先约定”是防止拖延症和移情鸿沟（empathy gap）[三]的有效工具。
- 如上所述，约翰·邓普顿爵士在“极度悲观”情况下发出买进指令时，便采用了所谓的“事先约定”。约定在市价相对内在价值存在明显折价时买进，这样，即使是在市场惶恐不安时，约翰爵士依旧能做到不为所动，镇定自若。
- 利润警报是体现“事先约定”优势的另一个例子。如果你的关注对象是短期，那么，一旦股票发出利润警报，你就应该抛出。市场证据明确显示，发出利润警报的股票会保持一年左右的低潮（而且往往会发出更多警报）。因此，你应该立刻在出现利润警报时抛出股票。当然，我们不会这么做；我们会拖延，而且常常会在很长一定时间内不闻不问。而“事先约定”在发现利润警报时抛出则有助于避免这类问题。

[一] 本文首次刊登于2008年9月22日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] 人类的心理活动并不仅限于当前的刺激或情境，它还能够追溯过去的经历，预测事件的走向，并制订相应的计划和对策，研究者把这种能力称为“心理时间旅行”。——译者注

[三] 当人们处于一种状态时，就很难预测他们处于另一种状态时的感受和行为。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 我们所说的抛出，大多是指根据市场形势应该作出的抛出。实证研究表明，在出现利润警报的一年后买进股票往往是一个好办法。不过，在经历了业绩拙劣、投资者信心全无的一年做到这一点，似乎有点像疯人之举。

在饥饿的时候，我们为什么想象不出酒足饭饱的感受是怎样的，而在饱餐一顿之后，却想象不出饥肠辘辘的感觉呢？

原因很简单：因为人类根本就不善于预测自己在未来的感受。我们尤其不善于预测情感在不同情况下对我们会产生怎样的影响。在冷静的时候，我们会保持清醒，一如既往；但是在热血沸腾、极度兴奋的时候，我们会把以前的计划抛之脑后。这就是移情鸿沟，它左右着我们的情绪世界。

◇ 移情鸿沟

在移情鸿沟这个问题上，麻省理工学院斯隆管理学院的丹·艾瑞里（Dan Ariely）和卡耐基梅隆大学行为经济学家乔治·洛温施坦（George Loewenstein）在2006年进行的试验始终是最让我情有独钟的典型事例。他们以10美元的成本在加州大学的研究生中招募了35名男生。

他们给每个试验对象发放一台笔记本电脑，让他们对不同情况下产生性欲的方法进行评价（由于涉及部分不太雅观的手段，不便一一赘述，不过可以告诉各位，其中包括打屁股和捆绑之类的行为）。这些学生需要在每天情绪最低落时评价自己对这些手段的感受。然后，他们还要在隐秘房间里，在进行自慰等可唤起性欲的活动情况下，重复上述实验。

图12-1为吸引力在两种情况下的平均评分。在情绪低落时，平均得分只有35%。但是在被唤起性欲情况下提问时，他们的评分居然达到了52%。也就是说，平均评分增加了17%。在全部问题中，评分的平均差竟然高达70%！

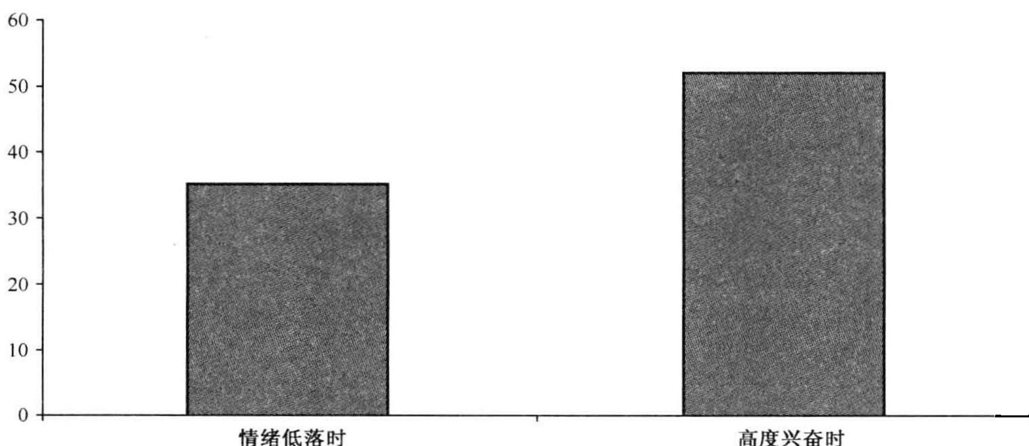


图12-1 高度兴奋时：性欲的影响（%）

资料来源：SG Global Strategy Research；Ariely和Loewenstein，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 防止移情鸿沟及拖延症的危害

假设你的工作是校对员，现在需要校对一些文章，每篇文章的长度均为 10 页左右。你可以自己确定期限，然后在最后期限到来时提交所有工作，或是按出版公司预先确定的期限进行校对。

大多数会选择自己确定期限的人，然后在最后按期提交：道理很简单，他们可以按自己喜欢的速度完成工作，只要自己想完成，就随时可以完成。

但这却忽略了人类固有的拖延习惯。在开始工作时，我们都会信誓旦旦地以为自己能把握好进度，按部就班地完成工作，但中间不可避免地出现其他事情，于是，原来的完美计划一再被打乱，于是，我们只能在最后一刻完成任务（这就是我学生的现实写照）。

于是，丹・艾瑞里和乔治・洛温施坦决定对这个观点进行检验。他们对上述三种情况招募了一批试验对象（每种情况的试验对象均随机选择）。他们的试验结论如图 12-2所示。被要求按平均分布的期限完成任务的试验对象，拖延情况最少，但校对误差最多。自己选择完工期限的一组虽然错误较少，但拖延情况则增加了近一倍。而允许可以在最后期限交工的一组表现最差。这一组的错误明显少于前两组，但拖延现象则接近于按均匀期限交工一组的三倍（见图 12-3）。

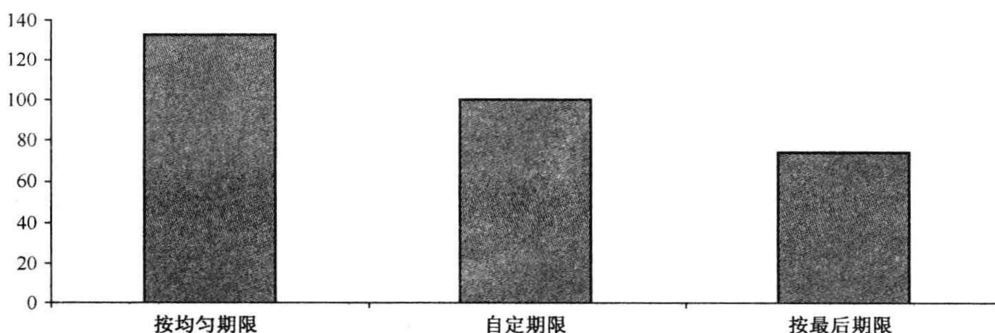


图 12-2 错误数量

资料来源：SG Global Strategy Research；Ariely 和 Wertenbroch，2002。

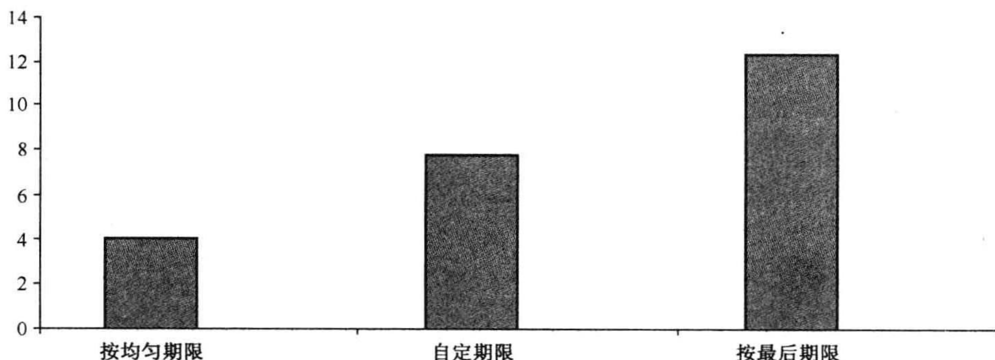


图 12-3 推迟提交报告的数量

资料来源：SG Global Strategy Research；Ariely 和 Wertenbroch，2002。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些结果表明，“事先约定”是防止拖延症和移情鸿沟的有效工具。下面，我们再举几个金融领域的例子。

◇ 极度悲观下的交易

约翰·邓普顿爵士有一句名言，“市场极度悲观时是最佳的买进时机，而极度乐观之时，则是最佳的抛出时机”。极少有人会同意这个观点。当每个人都在绝望地抛售时，逆势买进谈何容易——而这种桎梏就是所谓“移情鸿沟”的定义。

他在《邓普顿投资之道》（*Investing The Templeton Way*）一书中指出：

> 在市场大跌时，保持头脑冷静绝对是一个难以逾越的心理挑战。约翰大叔应对这种情况的方法是，在抛盘到来之前作出买进决策。在管理“邓普顿基金”期间，他一直保留着一张“最佳买进目标”清单，罗列出他认为经营良好但市价太高的股票……对这些让他心仪的股票，他在经纪商那里设置了长期有效的开口订单，不管出于何种原因，只要市场开始抛售，导致这些股票的市价低于他预先设定的心理价位，经纪商就可以操作这些订单。

这是以“事先约定”解决“移情鸿沟”问题的绝佳示例。按远低于市场水平的价格提交买入指令，即使面对绝望的抛盘，你也能轻而易举地按自己的目标买进股票。

◇ 利润警报

以“事先约定”改善投资业绩的另一个例子是利润警报。如果你的关注对象是短期，那么，你就一定要当心利润警报。不过，每当出现利润警报的时候，我们却总是喜欢为企业找一些借口。你可能会向公司管理层咨询，而对方也总会无一例外地向你保证：这只是暂时性存货积压或是意料之外的竞争压力造成的，到了下个季度，一切都会迎刃而解。于是，我们心满意足地继续前进，迎接下一个利润警报的到来！这就是“事先约定”的最佳表现！

图 12-4 为出现利润警报之后卖出股票的证据。2004 年，乔治·巴尔克雷（George Bulkley）等人对 1997～1999 年期间出现利润警报的 445 只英国股票进行了检验。在利润警报披露日，这些股票平均下跌 17%。但需要关注的是这些股票在随后的表现：股价开始持续下跌。这也就验证了利润警报是卖出信号的合理性。

如上所述，我们总是习惯抱住失望，期待翻盘，最终还是选择错误的时机卖出股票。图 12-5 为支持反向投资的证据。在出现利润警报的一年左右（这也是大多数投资者选择止损的时点），形势开始好转。这也从另一个侧面说明，投资者总是喜欢把短期问题推导至无限未来。对长期投资者而言，利润警报不过是一种噪声而已！

在这个问题上，“事先约定”同样有助于消除情绪的影响。在挺过极度艰苦的 12 个月和无数难熬的利润警报之后，没有几个投资者还有心情买进股票了。不过，图 12-5 却告诉我们，逆势投资的收获是显而易见的。因此，在出现利润警报的 12 个月之后，强迫自己买进股票，也许是你入市的最佳时点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

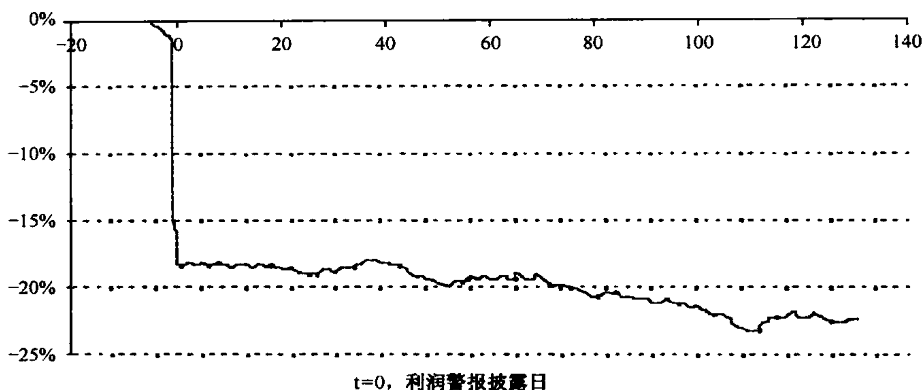


图 12-4 平均累计超额利润

资料来源：George Bulkley 等人，2004；SG Global Strategy Research。

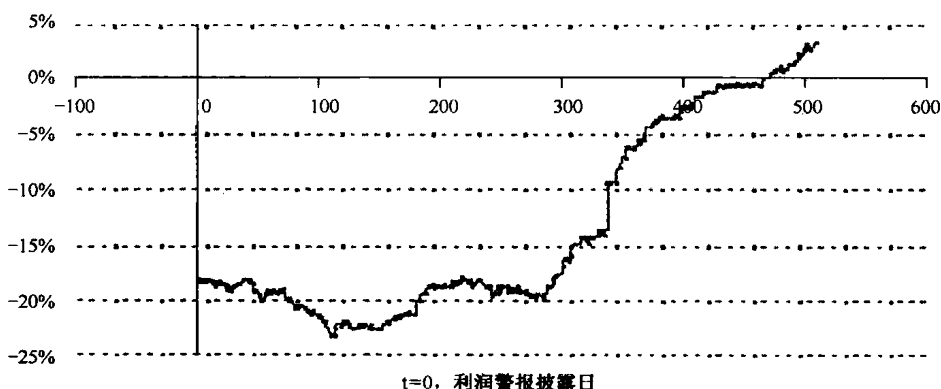


图 12-5 平均累计超额利润

资料来源：George Bulkley 等人，2004；SG Global Strategy Research。

◇ 锁定目标

“事先约定”在金融市场上还有一个用途，那就是“锁定”（lock-ins）。对冲基金最有价值的一个特征就是锁定。如果你的策略是长期投资，那么，说服客户事先约定他们的资本额，可以让他们在基金业绩不佳时给你打来电话，尽管会让本来就心烦意乱的你更加心神不定，但绝不会提前赎回。作为避免移情鸿沟的一种手段，“锁定”技术在行为学上是有根据的。

◇ 结论

归根结底，我们认为预见自己在有压力的情况下会作何反应绝非易事。因此，避免移情鸿沟的最佳方式就是保持头脑冷静、清醒（在感觉到情绪的影响时，提早做好心理准备），然后，“事先约定”即将采取的对策。因此，当情感发威时，你已经采取行动，让情感来不及发威。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

熊市心理㊀

无论熊市还是牛市，干扰投资者理性判断的心理障碍都不计其数，而且变化无常。但是在熊市中，情绪却成为制造恐惧与混乱、遏制理性分析的罪魁祸首。试验表明，在损失面前，那些无所畏惧的人往往比恐惧者表现得更理性。因此，如果我们能谨记所罗门国王大臣的话："一切辉煌与挫折都会随风而去。"那么，我们就可以避免在极度兴奋或极度压抑等情况下体会到的极端情绪。

- 市场左右恐惧和贪婪的说法早已成了陈词滥调。但这句话却无限制地接近于真理。经过对牛市投资心理近10年的研究之后，人们对熊市投资行为的认识也发生了巨大转变。
- 恐惧似乎已经成为熊市心理的核心。在这个问题上，最大的坏消息莫过于：在人类的大脑中，情感似乎始终超越理智。我们的大脑由两个相互作用、相互联系的系统组成。一个是高效但却糟糕的决策者（X系统），另一个则是拖沓但却更理性的决策者（C系统）。
- X系统的产物往往不会接受C系统的检验（即便检验往往也为时已晚）。例如，如果我把一个装有蛇的玻璃盒子放在你面前的桌子上，然后让你尽可能地靠近这个盒子，但蛇突然蠕动的时候，你肯定会本能地跳回去。其中的原因在于，X系统"意识"到威胁，迫使你的身体回撤，而在此之前，C系统还没有来得及告诉你，有玻璃盒子的保护，你根本就不会受到伤害。从进化学的观点看，在对恐惧作出迅速反应的益处绝对大于害处，因为在不需要作出反应的时候作出反应，几乎不会付出什么成本，但是在必须反应的时候没有作出反应，其后果很可能是致命的。
- 尽管这种方法可能会让我们保住性命，但是在金融市场上，它却未必对我们有利。巴巴·希弗（Baba Shiv）等人曾做了一个非常有趣的实验，结果表明，如果承担风险能在长期内得到回报，那么，能感到恐惧的人将得到更高的回报。他们还发现，实验的持续时间越长，他们的回报越低。
- 希弗等人的实验与熊市的类比性很相似（这也是我的希望）。相关证据表明，如果投资者以前曾因买进便宜货而受损，那么，当市场再度出现便宜货时，恐惧会让他们对这些便宜货视而不见。而且这样的情况持续时间越长，他们的决策质量似乎也更糟糕。

㊀ 本文首次刊登于2008年12月2日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 投资者不妨用佛教思维看待时间。也就是说，过去已经成为历史，未来尚不可知，因此，我们只能盯住现在。至于是否作出投资的决策，应该以当前形势为依据（投资对象的价值），而不是以以往的经历（或是对未来的期待）。我们或许应该牢记所罗门国王大臣的传世名言，在国王要求他找到一句放之四海而皆准的话时，他说："一切辉煌与挫折都会随风而去。"

在对牛市投资心理近10年的研究之后，人们对支配熊市中投资行为的心理也发生了巨大转变。当然，很多让我们在牛市中实现成功的理念，同样也让我们在熊市中跌入陷阱。

我们似乎一直没有记住所罗门国王的至理名言（更不用说他的臣子了）。亚伯拉罕·林肯为我们讲述了这个故事：

有一次，所罗门国王命令臣子帮他想出一句话，这句话必须放之四海而皆准。最后，大臣们呈献给国王的一句话是"一切辉煌与挫折都会随风而去"。多么简单、多么深刻的一句话啊！不以物喜，不以己悲，成功时克制自己，痛苦时安慰自己。

我们真应该牢记这句话啊！

遗憾的是，我们面对的很多偏见似乎源自X系统（我们大脑中自动处理行为能力的部分）。由于这些偏见置身于我们的意识之外，因此，往往不为更具逻辑能力的C系统所控制。

◇ 恐惧与熊市

在认识熊市的问题上，不能不提巴巴·希弗等人在2005年进行的一项研究。他们让实验对象参与如下游戏。游戏开始时，每个参与者得到20美元，并被告知，整个游戏将只有20轮。在每一轮开始时，参与者需要确定是否进行投资。如果参与者决定投资，那么，每轮需要投入1美元。之后，进行纯随机性地掷硬币。如果硬币正面向上，参与者就会拿回2.50美元。如果背面向上，你就会输掉这1美元。

现在，我们可以对这个游戏作出两个结论。第一，由于回报具有非对称性（整个游戏的预期收益总额为25美元，则每轮的预期收益为1.25美元），因此，最优决策显然是每轮都进行投资。实际上，最终收益总额不到20美元（即，始终不投资，保留初始资金时可以实现的收益）的概率仅为13%。其次，在整个游戏中，以前轮次的结果不应影响下一轮是否投资的决策——因为硬币本身不具有记忆性。

现在，我们着重看一下图13-1。它显示了实验对象根据以前轮次结果而选择投资的次数所占比重。我们可以看到，该实验选用了3个小组。深色线柱（目标患者）代表极特殊群体。他们均已经被明确诊断有严重的脑部缺损（他们的前额叶眶回、杏仁体、右侧岛叶皮质或躯体感觉皮质等与X系统情绪处理有关的部分出现损失）。显然，这些人根本就不可能体会到恐惧感；浅色线柱（正常人）则是你我这样的人（没有任何大脑损失）；深色线柱（控制患者）表示在情绪（及恐惧感）处理器官之外大脑其他部分受损的患者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这3个线柱中，我希望各位重点关注第二组。它代表参与者在前一轮投资并赔钱之后继续选择投资的次数所占比例。不能感受恐惧的第一组表现最为勇敢，同时也是最优化的——在前一轮遭受损失之后，他们依旧在85%的时间里选择投资。但其他两组的表现则迥然不同。他们的选择表现出明显的次优化属性。实际上，哪怕只是赔1美元也会让他们感到痛苦和恐惧，这种感觉太糟糕了，以至于他们在遭遇一轮亏损之后，再度投资的概率不到40%！

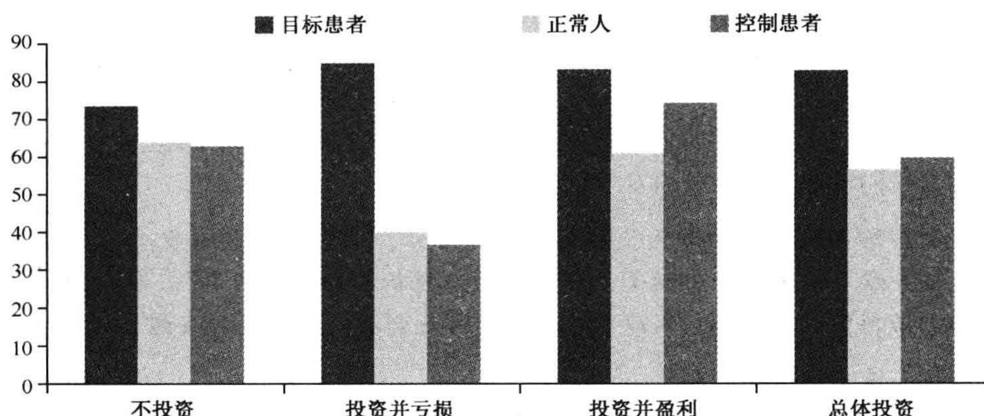


图 13-1　根据以前轮次投资结果选择继续投资的百分比

资料来源：Baba Shiv 等人，2005。

时间的影响

同样值得关注（或许更令人不安）的，是我们对正常组及控制组将在游戏过程中作何表现一无所知。图13-2显示出，在把全部20轮游戏平均划分为4组（每组5轮）的情况下，各组成员选择投资的次数比例。当然，如果参与者是理智的，且能在以往的经验中掌握规律，那么，他们的收益线将由左至右向上倾斜（即，游戏时间越长，他们选择投资的次数就越多）。不幸的是，无论是对正常组还是控制组，收益线都是由左至右向下倾斜——这就是说，游戏时间越长，他们选择投资的次数就越少。随着时间的推移，他们的表现将越来越差。

希弗等人的实验与熊市的类比性很相似（这也是我的希望）。上述证据表明，如果投资者以前曾因买进便宜货而受损，那么，当市场再度出现便宜货时，恐惧会让他们对这些便宜货视而不见。而且这样的情况持续时间越长，他们的决策质量似乎也更糟糕。

当然，这个游戏的目的就在于证明，承担风险即能带来回报。但是，如果颠倒游戏目的，证明承担风险会带来亏损，那么正常组的表现就应该超过那些能感受恐惧的人。不过，我想说的是，前一种情况应比后者更能描述当前形势。在市场下跌时，改善未来收益的机会也越多。当然，市场的下跌往往源自类似于当前形势的各种坏消息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

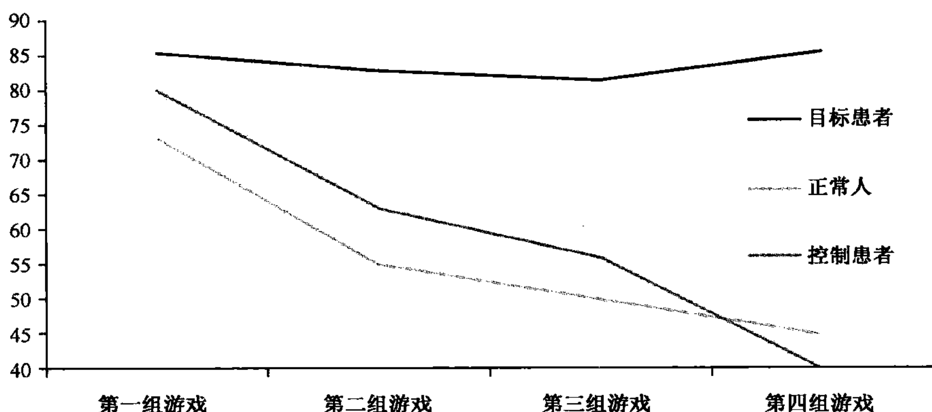


图 13-2 投资比例与时间的关系

资料来源：Baba Shiv 等人，2005。

◇ 脑力损害的影响

时间会消磨理性思维能力这一事实，似乎与很多检验自我控制心理的实证研究不谋而合。罗伊·鲍迈斯特（Roy Baumeister，2003）认为，自我控制能力（有效控制我们情感的能力）就像肌肉一样，用得越多，就越容易疲劳。他对这项研究的关键点总结如下：

在自尊受到威胁时，人们就会变得烦躁不安，并丧失其自我管控的能力……在自我调控能力失效时，人们可能会在很多方面越来越不自信，甚至出现自毁行为。比如，他们会毫不迟疑地抓住眼前既得利益，而不是去等待迟到的更大回报。人的自我调控有赖于有限的自愿，这种资源类似于人体肌肉力量或能量，经过自我调控操作之后，这种能量会出现损耗，因此，人只能在一定程度上实现自我调控。

我们表现出的自我调控能力是千差万别的。以前，我曾主持过一项“认知反映测试”（cognitive reflection test-CRT）[㊀]。试验目的是测试我们克服 X 系统局限性的难易程度。CRT 包括 3 个问题：

1. 一支球棒和一只球合计成本为 1.10 美元。球棒价格比球多出 1 美元。请问，球的价格是多少？
2. 5 台机器制作 5 个器件需要用 5 分钟的时间。请问，用 100 台机器制作 100 个器件需要用多少时间？
3. 一个池塘里有一簇睡莲叶子。这些睡莲叶子的大小每天翻一倍。如果这些睡莲叶子覆盖整个池塘需要用 48 天的时间，那么，它们覆盖一半池塘需要用多少时间？

每个问题后附一个非常明显但却极其错误的答案（即：X 系统作出的本能性反应），和一个不够明显但却正确的答案（即：C 系统作出的逻辑性反应）。由于 X 系统

㊀ 该项试验最初由麻省理工学院的心理学家谢恩·弗雷德里克（Shane Frederik）设计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是知足常乐者，而不是追求效用最大化的完美主义者，因此，它提出的解决方案仅仅能做到表面上的近似正确。如果未经检验，它们就会把这些半成品当做最终的真正答案。如果运用自我调控机制，就可以激活 C 系统，对 X 系统的方案实施进一步审核，在必要时，甚至可以推翻它的方案。

多年以来，我曾向 700 多名基金经理、市场分析师及其他专业人士提出过这 3 个问题。图 13-3 为调查对象正确回答 CRT 问题的比例。结果显示，只有 40% 的基金经理正确回答了全部 3 个问题。也就是说，有 60% 的人并没有动用他们的自我调控机制！

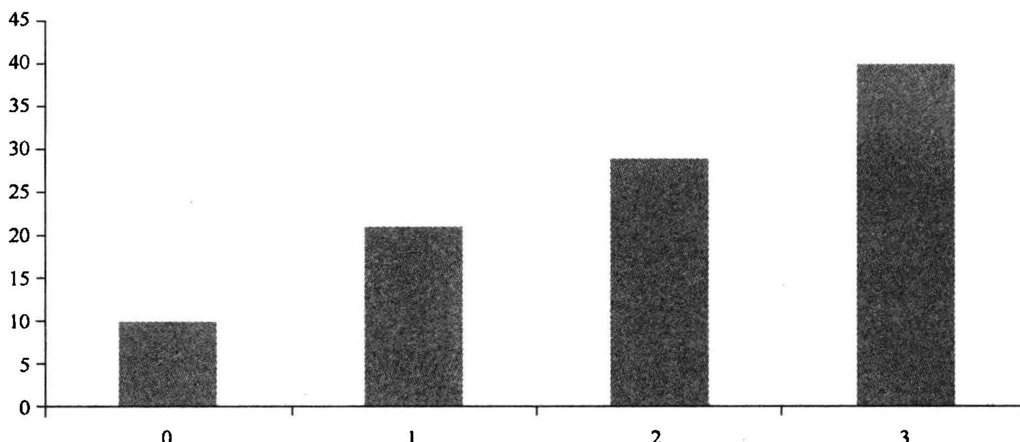


图 13-3 正确回答 CRT 问题的比例

资料来源：SG Equity research。

2008 年，斯蒂文·斯维尔登（Sweldens）及德朗格（De Langhe）等人对上述实验进行了研究。但他们的研究目标则是考量人对 X 系统的依赖程度[㊀]。如果说自我调控资源损耗是一个不可避免的问题，那么，在被迫耗尽全部自我调控能力时，那些依赖 X 系统的人就更应该作出低质量的决策。为达到这一效果，他们让一组试验对象接受“史楚普”实验（Stroop Test）[㊁]。喜欢大脑训练的人有可能没听说过这个名字，但肯定熟悉“史楚普”实验的内容：先让试验对象看某种颜色的名称，然后，参与者必须说出书写该颜色名称的字体颜色。因此，“红色”这个字本身可能用蓝色书写，这样，参与者的正确答案就应该是蓝色。所以说，“史楚普”实验需要的是专注力和意志力。

图 13-4 为参与者根据认知处理风格及是否需要完成“史楚普”实验的结果选择投资的比例。在控制情况下（即，不进行“史楚普”实验），依赖 X 和 C 系统的两组参与者均作出相同的反应。他们选择投资的次数比例约为 70%（依旧受直觉控制，处于次优选择）。但是在自我调控能力几近耗尽的时候，结果则表现出巨大差异。那些严重依赖 C 系统的人继续表现优异，在 78% 的情况下继续投资。但是，那些明显依赖 X 系

㊀ 他们采用了自评方法，这样，可以依据试验对象对 8 项陈述的赞同或反对程度，对他们进行考量。这些陈述包括，“我趋向于以心情指导自己的行动”、“我喜欢从直觉印象出发回答问题”以及“我缺乏直觉能力”等。他们在研究中并没有采用 CRT 之类的诊断性方法。

㊁ 认知心理学中的一个著名实验，由美国心理学家约翰·里德利·史楚普（John Ridley Stroop）在 1935 年首次提出，正式名称为“颜色与文字的冲突实验”（color word conflict test），该实验用于评价抑制习惯性行为的能力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统的人则一落千丈，他们仅在49%的情况下选择投资。

考虑到高达60%的基金经理均表现出此类行为特征，因此，很多职业投资者并没有欣然接受“市场先生”的慷慨解囊，这似乎并不难理解。

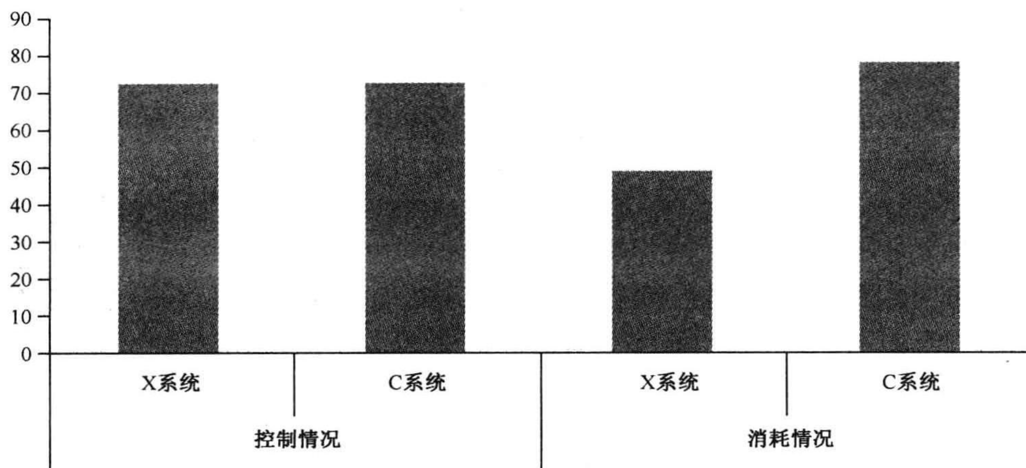


图 13-4　根据认知处理风格及实验条件选择投资的比例

资料来源：De Langhe 等人，2008。

◇ 最高境界

投资者不妨用佛教思维看待时间。也就是说，过去已经成为历史，未来尚不可知，因此，我们只能盯住现在。是否作出投资的决策，应该以当前形势为依据（投资对象的价值），而不是以往的经历（或是对未来的期待）。但是要真正实现这种境界，在心理上还需要克服重重障碍。我们的大脑似乎更喜欢只看眼前的蝇头小利，因为对不可预知的未来心存畏惧。这种心理障碍是我们在熊市中作出合理决策的最大桎梏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

价值投资的行为障碍[一]

价值投资的长期优势已经不是什么新鲜事物了。尽管如此，“纯粹”的价值型基金经理还是屈指可数。本章将探讨那些阻止我们不能如愿以偿的行为障碍。要抓住转瞬即逝的价值投资机会，我们就必须克服损失厌恶（loss aversion）、存在偏见（present bias）、从众效应（herding）、可得性（availability）及过度自信等行为桎梏。

- 心理学家认为，知识与行为并不是同一事物。也就是说，我们有时是在明知故犯。比如，每个人都知道，安全的性生活可以预防和减少感染艾滋病的几率，但这样的认识在现实中却未能转换为避孕套的广泛使用；仅仅知道价值型投资的长期超额回报，并不一定能说服每个人都成为价值投资者。
- 大量形形色色的行为障碍都可以说明，价值投资依旧是少数人的游戏。每个人都在乐此不疲地寻找投资圣杯，探究只赚不赔的投资策略！但这样的策略根本就不存在。既然投资是一种概率事件，那么，损失就不可避免。但是，损失厌恶倾向（我们对赔钱的恐惧，远胜过我们对赚钱的喜爱）却让短期亏损的投资策略显得面目狰狞。
- 长期性是价值投资的根本要素，不过，它们却不是人类的本性。我们的大脑似乎生来就喜欢看近不看远。即使是面对短期的蝇头小利，我们也会为之倾倒，把长期的伟业抛之脑后。因此，凯恩斯的话或许最能说明问题：“以真正长期预期为基础的投资在今天已经少之又少，以至于它似乎变成了不可能的事情”。
- 神经学家发现，大脑对“社会痛苦”（social pain）[二]的反应部位与感受肉体痛苦的部位完全一致。价值投资往往需要投资者逆势操作，这就会给他们带来“社会痛苦”。因此，价值型投资者就是金融领域的受虐狂。
- 与价值股有关的故事大多很凄惨。每一只失宠的股票都有自己的辛酸史。要彻底摆脱这些悲剧，转而关注它们是否已经体现在股票的价格里，自然不是件容易的事。
- 实际上，过分自信也会经常作恶。每个人都不愿意承认（更不用说让别人承认），最简单的策略也会胜过我们自以为是的高见。我们总喜欢认为自己善于选股，任何资产的瑕疵都不会逃过自己的火眼金睛，我们的锦囊妙计胜过任何规则或是模型，但是，现实中的证据却总是不支持这种盲目自信造就的错位认识。
- 最后一句便是忠言逆耳的警告：每个人都有美好的初衷。但心理学家却发现，我们在预测自己的未来行为时，总会情不自禁地过分强调眼下的意图。因此，我们总喜欢说，“没问题，我会成为一名出色的价值投资者”，但成为真正价值投资者的几率却远远低于我们原本的愿望。

[一] 本文首次刊登于2006年8月29日的《Global Equity Strategy》。版权归德意志银行下属的德累斯顿银行。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] 因与关系亲密的他人或社会群体产生实际或潜在的心理距离而产生的心理痛苦。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 知识≠行为

认识真理并不一定总能让我们在行为上远离谬误。因此，仅仅知道价值型投资的长期超额回报，还不足以让我们能说服每个人都成为价值投资者。

在2006年发表的论文中，塔林·丁科尔曼（Taryn Dinkelman）和詹姆斯·赖文森（James Levinsohn）等人对知识和行为作出了清晰的区分。他们对艾滋病及其预防知识以及实际性行为之间的反差进行了检验（图14-1）。例如，91%的男性指出，他们知道使用避孕套有助于预防艾滋病的传播，但却仍然只有70%的被调查者使用避孕套。女性的情况更为糟糕：尽管92%的女性知道避孕套有助于预防艾滋病传播，但只有63%使用避孕套！

如果说知识在这种极度危险情况下都不能改变行为，那么，我们为什么还要指望它在投资这个不足为道的领域里发挥作用呢？

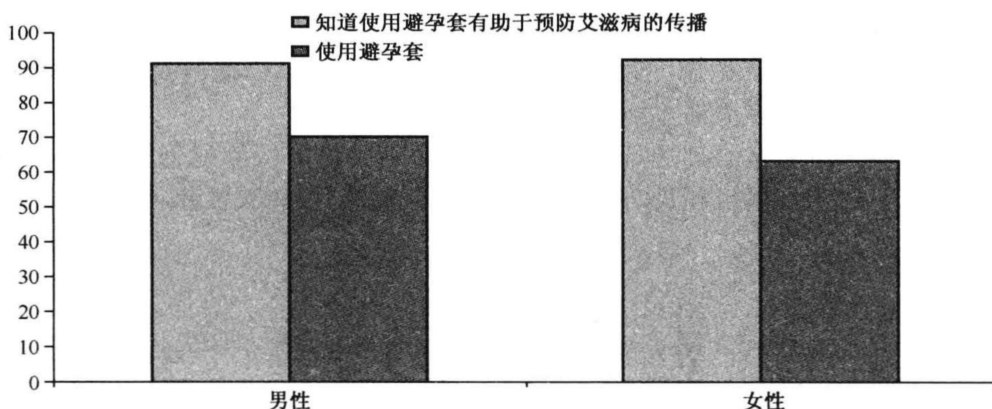


图14-1 被调查对象的比例

资料来源：Taryn Dinkelman等人，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

◇ 损失厌恶倾向

每个人都在寻找投资圣杯：永远只赚不赔的投资策略！但这样的策略根本就不存在。因此，我们最好放弃这种愿望，放弃这种毫无意义的寻觅，但糟糕的是，很多人会自欺欺人地假装找到了这个圣杯。股票市场最根本的特征就是高度随机性，概率控制着一切；不确定性是投资行为的核心。因此，在股票市场上，不存在永恒的规律。

图14-2为价值投资年均收益为正数的百分比（以及超过大盘收益率的百分比）。按年均收益考虑，价值投资策略的收益率在70%的情况下为正数（根据1975～2006年间的MSCI价值股数据）。

在每10年中，我们可以看到3年会出现负收益率，但恰恰就是这三年的负收益率，就足以吓跑投资者，让他们对价值投资敬而远之。我们对赔钱的恐惧程度，远胜过我们对赚钱的喜爱程度——这就是心理学上所说的损失厌恶倾向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

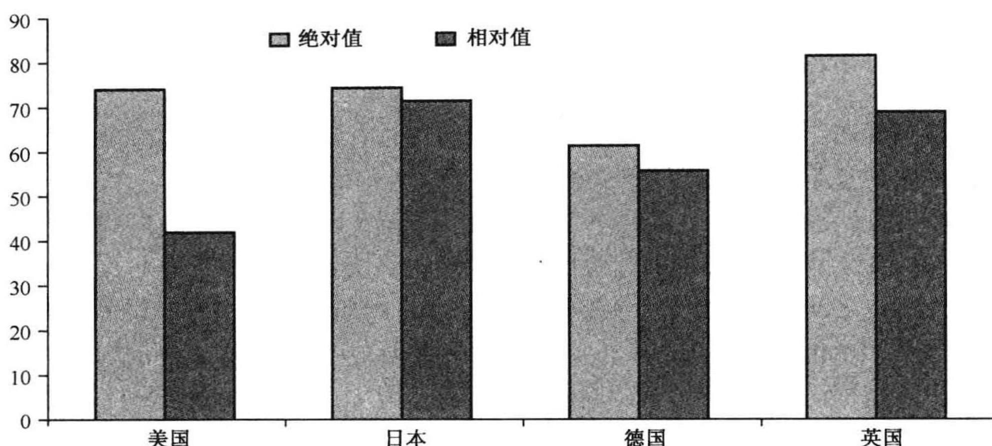


图 14-2 价值投资年均收益（绝对值与相对值）为正数的百分比

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

很多研究都显示，人们对损失的厌恶程度至少相当于对收获喜好度的两倍。我们不妨看看如下这个赌博：抛掷一枚正反面均匀的硬币，如果你输给我，就要给我 100 美元。那么，你最少赢多少钱才会接受这场赌博呢?

我们对 450 多名基金经理进行了调查，结果显示，所有回答的平均金额为 190 美元。因此，职业基金经理也和我们一样，都是难逃世俗的损失厌恶者（见图 14-3）。

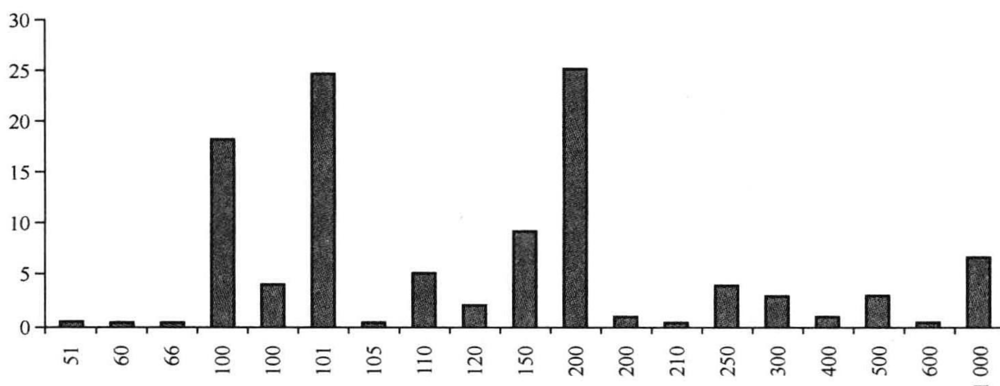


图 14-3 职业基金经理也和我们一样，都是难逃世俗的损失厌恶者（频率:%）

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

在备受瞩目的《股市稳赚》（*Little Book That Beats The Market*）一书中，乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）详细阐述了损失厌恶倾向是如何阻挠投资者接受他的“神奇公式”的。他指出：

> 想想在很多月或是很多年的时间里，看着手里的股票每天都不及大盘，那是一种什么样的感觉啊……按照神奇公式构建的组合，在每 12 个月里，就会有 5 个月的时间不及市场平均业绩。按照整个年度考虑，每 4 年就会有一年低于市场平均水平。

所以说，损失厌恶倾向是阻碍人们成为价值投资者的罪魁祸首。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 延迟享受（delayed gratification）与短期定势思维（hard-wiring）

价值投资策略不仅容易出错，而且不会立竿见影，相反，它需要经过一段时间才能发挥作用。两种方式可以让价值投资机会为我们带来回报。例如，在我买进明显低估的股票时，其他人也会意识到，这确实是一只廉价股票，于是，市场开始纠正定价偏差。但是，股票也有可能依旧保持被低估状态，并通过分配高股利而为投资者带来更高的长期收益。尽管两种情况皆有可能，但是从价值角度出发，我们根本就不可能提前预知哪种方法收益更高。

这就意味着，价值投资者必须是长期投资者。通过对价值投资者的研究，我们发现，我们的平均持有期为 5 年，而纽约证交所的每只股票平均持有期却只有 11 个月（见图 14-4、图 14-5）。

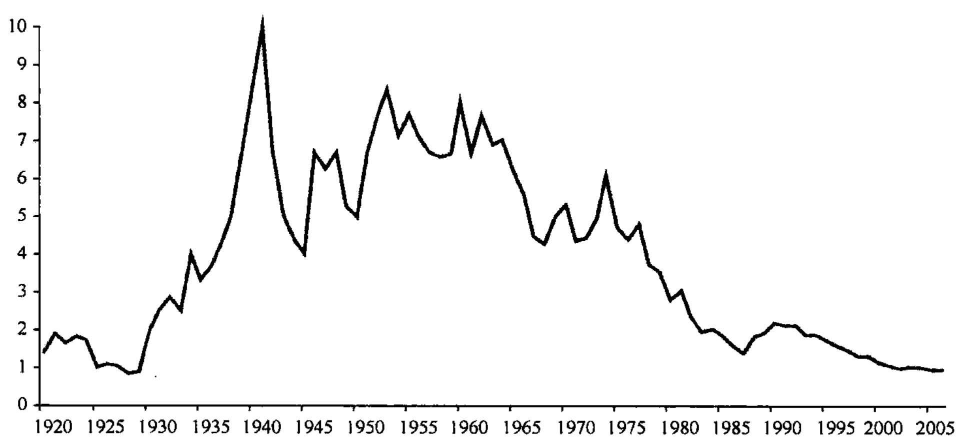


图 14-4 纽约证交所上市股票的平均持有期/年

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

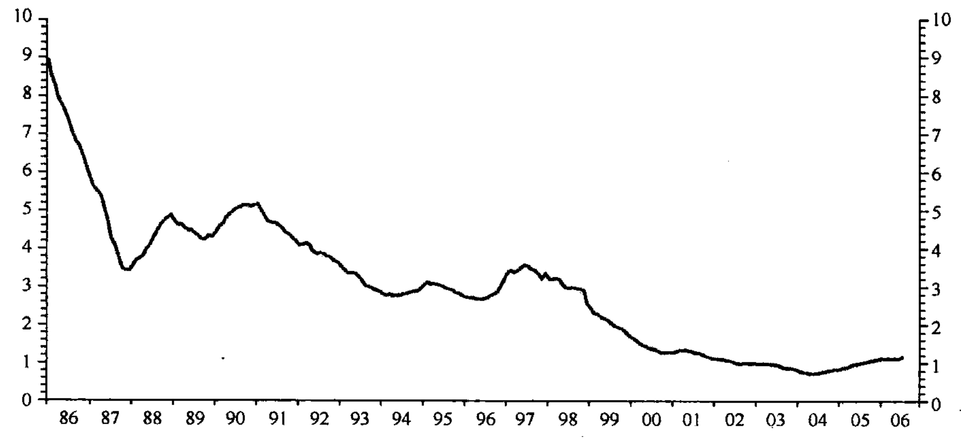


图 14-5 伦敦证券交易所上市股票的平均持有期/年

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，从长计议并不是我们人类的本性。在面对摆在眼前的收获时，我们的大脑会释放多巴胺。多巴胺会让人们产生惬意感，更自信，也更激动。而大脑中主要接收多巴胺的部位均与 X 系统有关（高效但邪恶的心理体系）。和享受美食或服用可诱发舒适感的药物一样，收获金钱收益的可能性，也会刺激大脑分泌多巴胺（见 Lena Knutson，Carol Peterson，2005）。

2004 年，普林斯顿大学神经学家塞缪尔·麦克鲁尔（Samuel McClure）等人对决定推迟享受的神经系统进行了研究。大量研究已经说明，人们在现时行为中鲜有耐心，而在规划未来行为时则耐心十足。例如，面对今天获得 10 美元或次日获得 11 美元这两种选择时，多数人会选择立即变现。不过，如果你让人们在一年之后获得 10 美元或是在一年零一天之后选择 11 美元，很多先前选择立即兑现的人会选择第二个方案。

为研究大脑面对这些选择时会作何反应，麦克鲁尔等人对参与者在立即兑现或推迟享受货币回报之间的一系列选择进行决策时的大脑活动进行了研究。有些选择配对由两个立即兑现方案构成；有些则要求参与者在两个推迟回报方案之间进行选择。

他们发现，如果方案中包括立即兑现选项时，腹侧纹状体（属于大脑基底神经节的一部分）、眶额部皮质中部及内侧前额叶皮层就会进入异常激烈的活动状态。所有这些要素均与 X 系统有关。麦克鲁尔等人指出，这些部位还聚集着中脑多巴胺系统。他们认为，“这些结构的活动状态与冲动性行为保持同步”。

对于由两个推迟回报组成的配对选项，脑前额叶皮层和背外侧前额皮层将进入激活状态（属于 C 系统）。选择越难以作出，这些部位的活动就越激烈。但是要克服 X 系统绝非易事。通常，在 C 系统还没有来得及对问题进行扫描时，X 系统已经作出反应。似乎我们愿意受制于短期目标的定式思维，把眼前收获作为全部回报。因此，凯恩斯的话或许最能说明问题：“以真正长期预期为基础的投资在今天已经少之又少，以至于它似乎变成了不可能的事情。”耐心的确是一种美德啊。

在投资中，损失厌恶倾向和时间跨度并不是孤立的问题。检查投资组合收益情况的次数越频繁，你看到的就越有可能是亏损。因此，我们完全有可能想象，一个技艺超群的基金经理，会面对连续 3 年收益下跌的窘境。图 14-6 是一个结构化实验背景，即，假设所有基金经理的阿尔法系数均为 3%，追踪误差为 6%。之后，假设一位基金经理连续 50 年管理资金。图 14-6 显示了经营业绩连续下跌年份的出现频率。约 70% 假想基金经理遭遇业绩下跌的年份不少于 3 年！

阿密特·戈约尔（Amit Goyal）和撒尼尔·瓦哈尔（Sunil Wahal）在 2004 年进行的一项研究表明，我们必须向最终客户说清投资风险的理由（图 14-7），这项研究绝对是所有养老金和信托基金的必修课。他们对养老金计划出资人及托管人在 1993 ~ 2003 年间 4 000 个聘用或解雇投资经理的决定进行了研究。他们的结论验证了投资者追逐短期收益的典型行为特征。在出资人聘用基金经理时，这些基金经理在被聘前 3 年的平均超额收益率接近 14%，但是在接受聘用之后，他们的超额收益能力却不具有统计显著性。相比之下，那些因业绩不佳而被解雇的基金经理，在离职前 3 年的年均收益低于市场平均收益率约 6%。不过，在被解雇之后的 3 年里，他们的超额收益率却恢复到 5%。毫无疑问，这是延长考量时间的最大理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

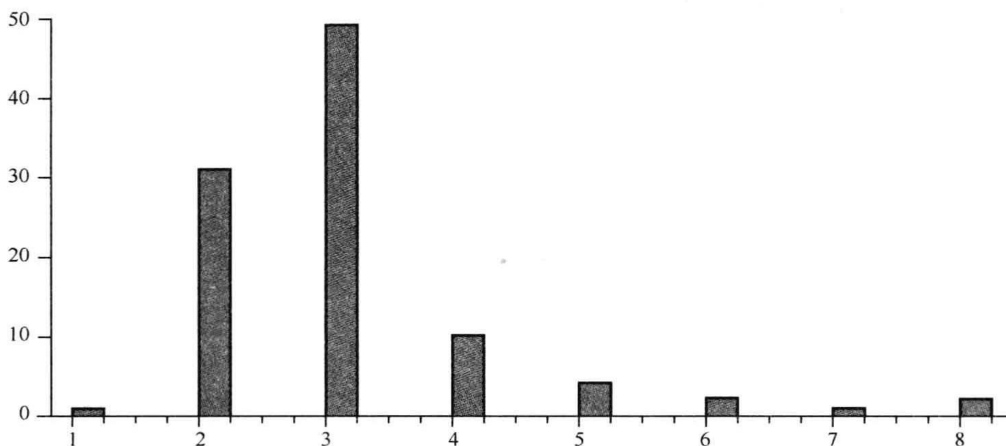


图 14-6 业绩连年下跌的频率

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

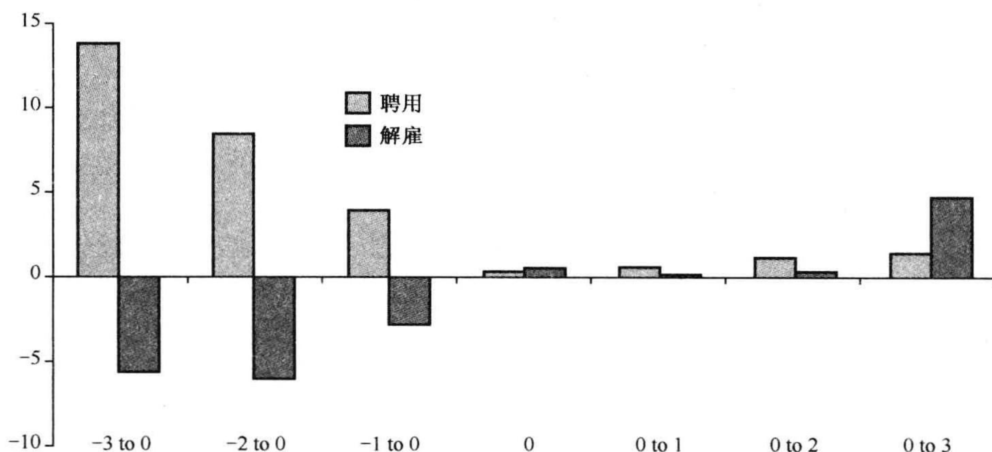


图 14-7 与聘用和解聘有关的投资业绩

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

“社会痛苦”与从众心理

我们以前就曾提到过，大量证据表明，真实的肉体痛感与“社会痛苦”在大脑内的感受部位完全一致。在 2004 年进行的一次研究中，马修·莱伯曼（Matthew Lieberman）和诺米·艾森伯格（Naomi Eisenberger）让参与者进行计算机游戏。游戏者认为他们在玩一场三方游戏，三个人之间相互对峙。

实际上，其他两个玩家的计算机已被控制。在经过一段三方游戏之后，其他两个“玩家”开始独自对抗，完全把第三个参与者排除在外。被排除在交际圈之外，激发了前扣带皮层和脑岛的活动。真实的肉体疼痛也能激活这两个部位。

反向投资策略相当于金融领域的寻找“社会痛苦”之旅。为实施这样的策略，你就要买进别人抛出的股票，或是卖出别人都在买进的股票。这就是“社会痛苦”。莱伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼和艾森伯格的研究结果表明，追随这样的投资策略随时会让你遍体鳞伤——这显然不是件愉快的事情！

在其他人绝望地抛出时买进，在其他人贪婪地吸纳时卖出，注定需要非凡的坚韧，但也会创造巨大的回报。

——约翰·邓普顿爵士

最能推进公众利益的是长期投资者，在实践中最容易招致指责的也是长期投资者……因为在普通人的心目中，他们的行为古怪偏执、草率鲁莽而且不合时宜。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

常识告诉我们，即便是以平凡的方式失败，也好于以不平凡的方式成功。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

◇ 悲剧性故事

在进行价值扫描时，首先需要制定一份股票清单。在编制清单之后，第一件事就是详细浏览这份清单，分析其中的每一个构成要素。比如，“我不能买那只股票，它已经没有希望了”。于是，那些先入为主的故事便会映入脑海，干扰你的决策。成长股永远都不会缺少讲述明天无限美好的故事，同样，价值股的廉价也有不计其数的理由和故事。不幸的是，这些凄惨的故事总能让投资者对筛选过程的结论视而不见。由此可见，在这种情况下，善于忘记或许也是一种福分。

这些故事的力量在于它们能催生“可得性”思维。我们头脑中的超级计算机并不是用之不竭，它也有筋疲力尽的时候；它们受制于认知资源的有限性。我们总是一厢情愿地以为自己的记忆会像明信片或是照片一样，一朝形成，永生不忘。遗憾的是，这并不是人类记忆的真正写照。记忆是一个过程，真理不过是一个输入而已。例如，如果你问人们：“在美国，导致死亡的最主要原因是哪个，是鲨鱼攻击还是雷电？”尽管雷击在美国造成的死亡人数每年相当于鲨鱼攻击致命人数的 30 倍，但绝大多数人似乎还是认为，鲨鱼攻击更为常见。人们的推理之所以会出现这样的偏差，是因为鲨鱼袭击事件更引人注目（易于记忆——这恐怕还要归结于电影《大白鲨》），而且信息易于获得（佛罗里达海滩的每次亲密接触鲨鱼事件，都不会错过我们的耳朵）。

我们听到的其他故事也如出一辙。比如，每当有 IPO 项目启动时，我们都会坚信不疑：美妙的故事即将到来，成长的前途无限宽广。这就让“成长”显得引人注目，而且易于接受，于是，这些想法往往会把估值等其他想法挤到一边——就像生动鲜活的鲨鱼故事总比呆板乏味的雷击事件更容易引起人们共鸣一样。

而价值股的情况则相反。即使一只股票已经很便宜，但投资者还是能找到无穷的理由去说明，为什么这些股票还会更便宜。于是，这些更生动的故事让“便宜”这个毫无情节的故事显得黯然失色。

◇ 过度自信

人们不喜欢接纳定律模型的关键原因之一，就是他们太过于相信自己的能力了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资也一样。因此，投资者往往会对很多简单易行的规则置若罔闻，比如，买进 MSCI 按 PE 评价排名在最后 20% 的股票。相反，他们倒是更喜欢依赖于自己的选股能力（尽管他们的能力根本就无从得知）。

对自身控制力和知识的错觉共同促成了这种过度自信。知识错觉让我们感到，因为我们掌握了知识，就一定要作出超人一等的决定。在直觉上，我们很容易会认为，拥有更多的信息会让你作出更合理的决策。但是，更多的证据已经揭露出这个观点的缺陷。现实的情况似乎告诉我们，更多的信息并不等于更好的信息。投资者经常会遇到信息提取问题——也就是说，在纷繁杂乱的噪声之间提炼出有价值的元素。

控制的错觉同样罪不可赦。我们都是神奇思维的专家——即，我们总以为能左右实际上根本就不能左右的事情。普林斯顿大学心理学家艾米丽·普罗宁（Emily Pronin）等人在 2006 年发表了一篇论文，对这种行为的诸多方面进行了探索。在一项实验中，他们告诉参与者，实验的目的是研究巫毒术。参与者每两人为一组（其中一个为实验主持者，这个人要么是个让人喜欢的人，要么是个令人生厌的人）。“受害者”由实验主持者选择，并事先告知试验过程，而真正参与者的任务就是向巫毒娃娃的身上刺针（扮演“巫师”）。

但是在开始实验之前，他们与实验伙伴共处的时间极少（请记住，这些人既可能很招人喜欢，也可能令人讨厌）。然后，他们让“巫师”进入一个房间，让他们“想象受害人的形象，形成一个生动、有形的印象，但不要大声说出来”。之后，才让他们开始向巫毒娃娃的身上刺针。最后，实验主持者问受害人是否感到疼痛。由于“受害人”已经和试验主持者事先通气，因此，他会说，“是的，我有点头疼”。然后，扮演“巫师”的人需要完成一份问卷调查，其中的一个问题就是，他们对“受害人”的痛苦是否有负罪感，程度如何。奇怪的是，对那些让人讨厌的“受害人”，他们反而觉得自己应该承担更大的责任，因为在他们的思维中已经产生一种幻觉：在向巫毒娃娃身上刺针的时候，他们已经在心里本能地诅咒这些讨厌的“受害人”。

随后，他们继续进行了几项试验。其中一项实验是观看参与者看着被蒙住眼睛的人投篮，并要求这些参与者想象运动员正在投篮或是做热身等其他活动。与想象其他内容的人相比，认为运动员在投篮的人认为，他们对投篮是否得分负有更大的责任。

最后，在一场真实的篮球赛中，他们要求观众评价某个运动员对球队的重要性及原因，或是要求参与者直接描述这名运动员在比赛中的实际表现。比赛之后，再让观众评价他们对球队的表现应负多大的责任。同样，那些描述球员重要性的观众比只描述球员表现的观众，感觉自己的责任更大（见图 14-8）。

在这几个例子中，那些考虑到“主题”（错觉，巫术的诅咒/投篮成功）的人会比控制对象（真相）表现出更明显的“神奇思维”。投资者肯定都曾认真考虑过自己选择的股票，因此，他们觉得自己应为最终结果承担“责任”，实际上，他们根本就不可能影响这些结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

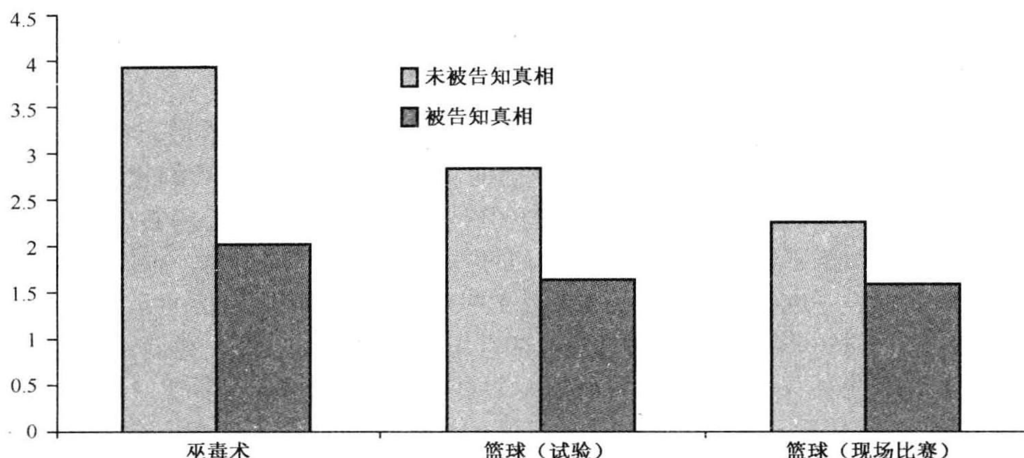


图 14-8　应承担的责任度（1 = 不承担任何责任，7 = 承担完全责任）

资料来源：Emily Pronin 等人，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

◇ 趣味

我想阐述的最后一种行为障碍是趣味。正如凯恩斯所说的那样："对于那些毫无赌性的人来说。职业投资这场游戏令人无法忍受，让人疯狂憔悴；而对那些天生好赌的人而言，投资一定会给他们的秉性带来应有的回报。"

遵循简单明了的规则肯定是单调乏味的。而每天都应接不暇地与企业会晤，与卖方分析师一争高下，也许会让人感到乐趣（但我个人认为这绝不是我对"乐趣"的定义，如果你真这么想的话，我觉得我帮不了你什么。）

◇ 期望引领未来

最后，我想提出一句警告：我们总是以最美好的愿望踏上征程，但就像古语说的那样，通往地狱之路是由美好愿望铺筑而成的。德雷克·科勒（Derek J. Koehler）等人在 2006 年发表的论文中，就精确地阐述了这个问题。他们让参与者完成一份问卷调查，内容是在即将到来的捐赠诊疗中献血。试验对象需要对他们献血的可能性作出评估，并按 1（强烈反对）到 9（坚决赞成）的数字序列说明自己对每个问题的态度。其中，最后一个问题是，"按照我的看法，目前，我最想在 7 月 14 ~ 22 日的活动中献血"。实验的目的在于衡量参与者当前意愿的强度对最终决策的影响。

图 14-9 为预期献血的可能性及当前意愿对实际结果的影响。总体而言，人们对献血持有乐观的看法。就平均水平而言，约 30% 参与者的态度极其乐观。与实际结果相比，随着当前意愿强度的提高，预期献血概率的增加幅度更大。这表明，当前意愿对预测行为的影响极大，但对行为本身的影响则相对较小。

因此，即便我们可以说，"没问题，我会成为一名出色的价值投资者"，但真正成为价值投资者确实是遥遥无期的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

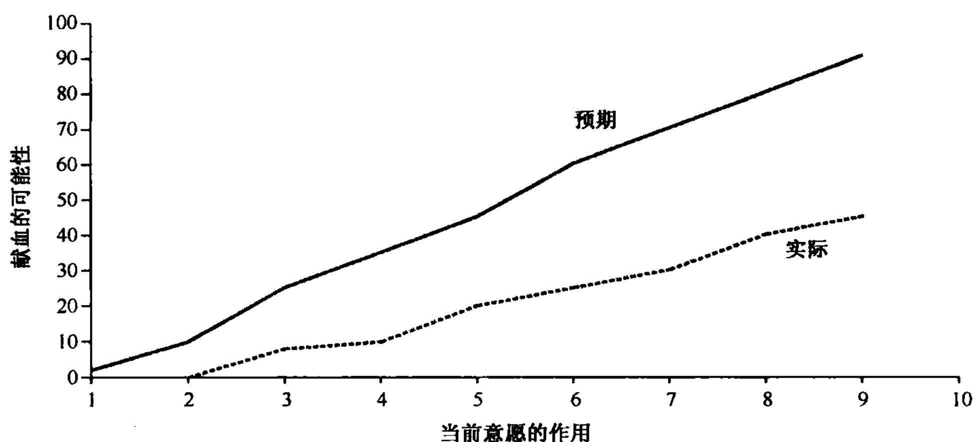


图 14-9 献血概率的预期与实际

资料来源：Koehler and Poon，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

价值投资哲学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

投资之“道”——我的投资十原则⊖

多年以来，很多人都曾问过，我自己是如何看待和面对投资问题的。本文将阐述我对投资的基本信条（及部分实证依据）。但是，在探究我的投资心路之前，我们还是先想想一个原本重要但却并未得到应有关注的问题——投资的目标是什么？而这个问题的答案，终将决定投资历程的方方面面。我最推崇约翰·邓普顿爵士对这个问题的诠释：“对所有长期投资者而言，目标只有一个——那就是税后总收益的最大化。”其他一切都无关紧要。因此，真正需要考虑的问题是，要实现这个目标，我们应该如何投资？

- 第一条：价值，价值，还是价值。价值投资是唯一以安全为首要标准的投资方法。价值投资法以安全边际为整个投资过程的核心，从而保证为追求成长而过度支付的风险最小化。
- 第二条：做反向投资者。邓普顿爵士认为：“如果你不能做到与众不同，你就不可能创造出出类拔萃的业绩。”
- 第三条：要有耐性。不管是等待时机，还是看到时机时奋力一击，抑或是倾听价值型基金经理因错失良机而追悔莫及，在价值投资的每个阶段上，耐心都是不可或缺的要素。
- 第四条：摆脱束缚。尽管按纲分类、命名坐标已经成为当下时尚，但我认为它们根本就无助于投资。毫无疑问，我唯一想做的就是，只要出现价值投资的机会，就可以无拘无束地去利用这些机会。
- 第五条；不要预测未来。绝不要依赖我们漏洞百出的预言能力，务必探寻比这更好的投资方法。
- 第六条：周期因素必须关注。正如霍华德·马克思（Howard Marks）所言，我们不能预知未来，但我们可以未雨绸缪，为未来做好准备。深入了解经济、信贷和投资者情绪周期，会让我们的投资之路更加顺畅。
- 第七条：历史因素不可忽视。投资领域最危险的一句话就是“这次不一样”。了解历史和具体环境有助于我们避免重蹈覆辙。
- 第八条：永远持怀疑论。我心中的一位英雄曾说过，“盲从足以致命”。对你听到的一切保持怀疑态度，培养批判性思维能力，对你的长期生存与发展至关重要。
- 第九条：上下求索，相互融合。过去几年带来的核心教训之一，由宏观经济而至

⊖ 本文首次刊登于2008年2月24日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个别企业的自上而下研究思路（top-down）和由个别企业到宏观经济环境的自下而上研究方法（bottom-up）同等重要。任何一种思路都不足以说明一切。

- 第十条：像对待自己一样善待客户。显然，这是对任何投资的终极检验：假如是自己的钱，我会不会进行这笔投资？

多年以来，我曾经无数次反问自己，我到底应该怎样投资？直到今天，我还一直羞于直接回答这个问题。不过，我觉得现在是明确投资信仰的时候了。在本文中，我将尝试着归纳一下自己的投资信条。但是，在探究我的投资心路历程之前，我们首先要回答一些最基本的问题。归根结底，这个问题就是：投资的目标是什么？

◇投资的目标

这个原本重要但却并未得到应有关注的问题，我一直百思而不得其解。在这个问题上，我最推崇约翰·邓普顿爵士对这个问题的诠释，“对所有长期投资者而言，目标只有一个——税后总收益的最大化”，或是如凯恩斯所言，“最理想的政策……就是为投资资金赚取可观的利息，与此同时，确保资本价值的贬值风险最小化”。

这些定义足以说明一切。当然，在当下相对业绩主宰一切的金融超级市场里，这种以真实总收益为核心的简单概念根本就不可能成为投资法则的基本特征（当然不包括对冲基金）。但有一点是毋庸置疑的：这是任何资金都应该追逐的终极目标。

以这种观点看待投资，还可以防止我们现代金融对阿尔法和贝塔的过分迷恋。正如我以前曾经说过的，无论是在实证还是理论上，我都反对CAPM（见第二章）。而一旦抛弃CAPM，阿尔法和贝塔之类的概念也就变得毫无意义了，这样，我们就可以把重点重新集中于投资的收益创造能力上，而不是被收益结构之类的细枝末节所干扰。

确定了投资目标，我们就可以把目光转移到如何实现目标的理念上。随后，各位看到我的投资十原则。它们代表着我对理想投资操作方式的信条（在某种情况下也是证明我投资理念的证据）。

◇第一条：价值，价值，还是价值

在我所追寻的投资方法中，最根本的原则在于：为一笔投资支付的价格决定了这笔投资可能带来的回报。最好的资产莫过于存在被高估价值的资产，而最差的资产则莫过于不可能被低估价值的资产。因此，一种能以某个最佳价格投资的资产，就不存在另一个最佳可投资价格。

价值与价格的区分至关重要，因此，这种方法从本质上就排斥有效市场假说（价格等于价值）。正如沃伦·巴菲特说的那样：“价格是你付出的成本，而价值则是你得到的东西。”但投资的目标绝非按公允价值买进资产，因为那只能给你带来平均收益。

相反，买进的投资资产必须拥有安全边际。只有运气，才能帮助我们准确预测资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产的内在价值。因此，只有在按这个估计值的较大比例折扣买进时，才能为投资者避免出错提供可靠的保证。就像本·格林厄姆说的那样，安全边际可以“吸收错误估计的打击或是抵御背运的侵袭”。

价值投资是我见过的唯一一种“以安全为先”的投资方式。它把风险管理置于投资方式的核心位置。当然，在探讨风险管理时，我并不是指数量分析挚爱的现代伪科学，而是“资本的永久性损失”。价值投资一直在悄无声息地缓解“价值风险”（为某种对象支付过高成本的风险），揭示他们所面对的经营风险和资产负债表风险水平（见第十一章）。

我还要建议投资者，价值是一个绝对概念，而不是相对概念。只因为一只股票较便宜就说它有投资价值，对我来说无异于通往灾难之路的路标。价格—内在价值之比是唯一需要关注的指标。

在这里，我们不想深入讨论价值法带来的优势。但一定的证据还是不可缺少的，图 15-1 ~ 图 15-3 便可以说明价值概念在 3 种不同情况下的作用。图 15-1 为无限制全球价值法（unconstrained global value approach）在选股方面的表现。它清晰地显示出价值理念为投资者带来的优势。

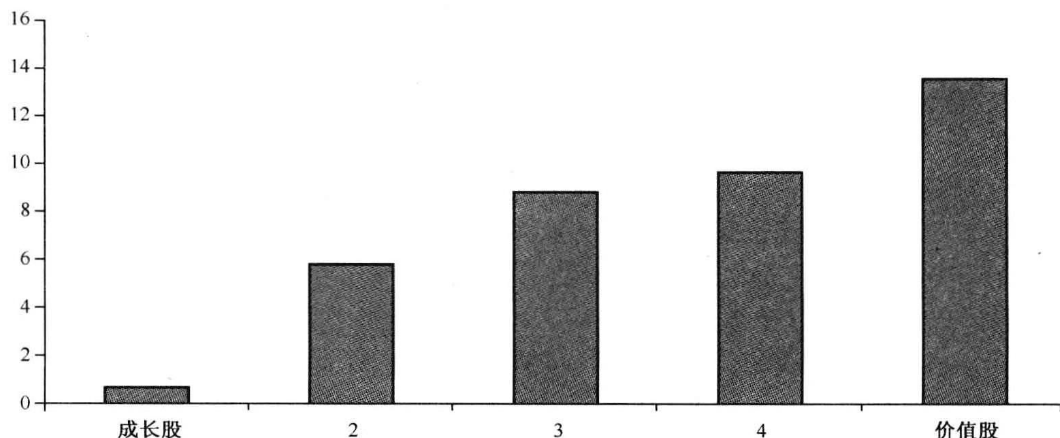


图 15-1 无限制全球价值法的确出手不凡（%，年均收益率，1985 ~ 2008）

资料来源：SG Global Strategy Research。

不过，资产配置者也不应该忽略价值概念。图 15-2 为它在整个市场被低估时在资产运用方面发挥的作用。该图显示了按买入点“格林厄姆—多德市盈率”（G&D PE）（当前价格与 10 年期移动平均收益之比）为基础计算的 10 年期实际收益。很明显，价值概念不仅是选股的基础，在资产配置方面的作用同样不可低估。

忽视价值概念的固定收益投资者同样是愚蠢的。2007 年，我在布兰德斯研究院（Brandes Institute）的朋友针对成长型和价值型债券进行了一次饶有兴趣的研究（按价格与账面价值之比定义，较高者为成长型债券，较低者为价值型债券）。他们发现，价值型债券的市场表现明显好于成长型债券。价值的力量再次闪现光芒（见图 15-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

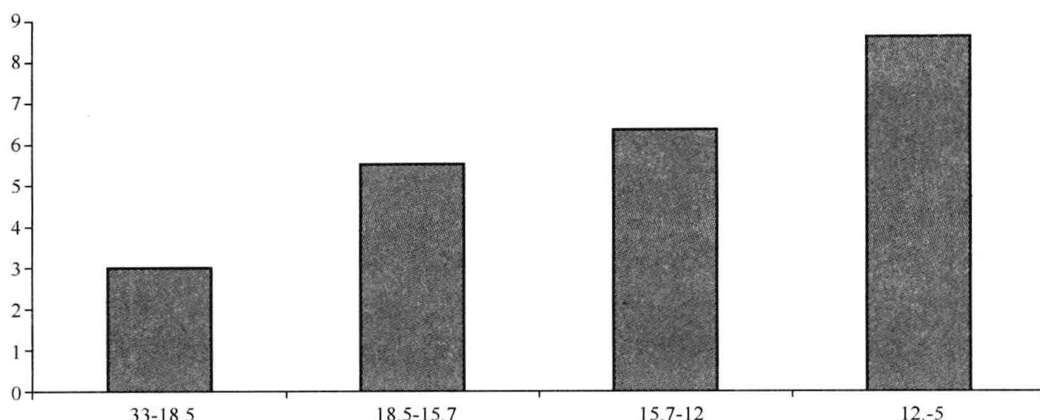


图 15-2 按买入点“格林厄姆—多德市盈率”为基础计算的随后 10 年期实际收益（%，年均收益率，1871～2008）

资料来源：SG Global Strategy Research。

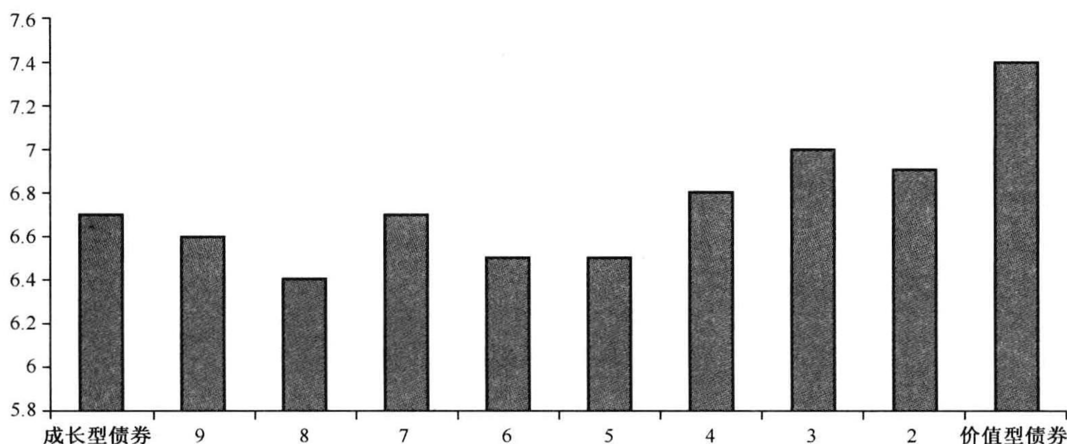


图 15-3 按 PB 十分位数排名的 3 年期债券年均收益率（1990～2007）

资料来源：布兰德斯研究院。

◇ 第二条：做反向投资者

凯恩斯认为：“投资的核心原则就是与大众意见背道而驰。原因在于，如果每个人都认可它的优点，这项投资就不可避免地会很珍贵，进而毫无投资价值。”或是像约翰·邓普顿爵士说的那样：“如果你不能做到与众不同，你就不可能创造出出类拔萃的业绩。”

追寻以价值为导向的投资法，注定会让你采取反向投资的立场，因为按照这种方法，你往往会买进不被看好的资产，卖掉市场推崇的宠儿。

我很少关心市场调查的结果，而是更喜欢从资产价格推导市场趋势。这种偏好的根本理由就是愤世嫉俗，喜欢做独行侠。就像美国电视剧的反英雄人物 House 因患者撒谎而不与他们说话一样，我对这种市场调查的回复同样持怀疑态度。我认为，这些回应更多的只是反映了他们喜好的资产配置方式，而不是他们实际的资产配置结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃米尔·达斯加普塔（Amil Dasgupta）等人在2006年的研究，便显示了反向投资的魅力。他们发现，机构型基金经理忙于卖出的股票，反而比他们持续买进的股票业绩更佳！他们对美国基金经理在1983～2004年间的投资业绩进行了检验。每个季度，按股票的净交易持续时间（连续出现净买入或净卖出的月份数）把它们分配到不同组合中。持续性指标为-5的股票，表示连续抛出时间至少达到5个季度，0表示仅在当前期间买进或卖出的股票。

图15-4为每个持续性组合在2年期间的市场调节后未来收益。只要简单扫一眼就可以发现，收益与连续买卖的持续时间具有负相关性。在2年期内，收益率之差为17%——持续卖出时间最长的股票超过大盘11%，而持续买进最长的股票低于大盘6%！

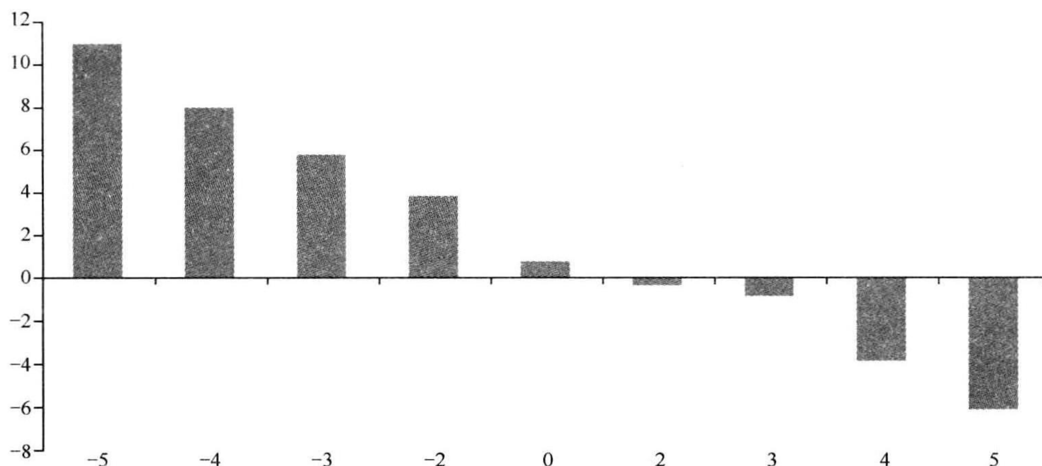


图15-4 持续度与两年期非正常收益率的关系（%）

资料来源：Dasgupta等人，2006。

达斯加普塔等人还指出了基金经理以高持续性买进股票的几个特征。这些股票往往是流动性较强、具有较高动量的成长股（账面值/市值较低）。反之，那些被持续抛出的股票，则通常是流动性较低、既往业绩较差的价值股。

在达斯加普塔等人的研究中，最后一个方面同样值得关注。他们对每个基金经理追随群体（或者说依附大众）的可能性进行了估计。他们把这个指标称为“羊群指数”(sheep index)。他们的结论是：“我们发现，在面对高持续性股票时，约3/4的机构会表现出追随性……我们的追随性指标极具说服力……大多数基金经理表现出正的‘羊群’指数。”正如本·格林厄姆说的一样，它要求“摆脱从众心理需要极大的意志力”。

◇ 第三条：要有耐性

在价值投资的每个阶段，耐心都是不可或缺的要素。对此，本杰明·格林厄姆在《证券分析》中写道，“因忽视或误解而对证券的低估值现象，往往会持续相当长的一段时间，而过度狂热或人为刺激产生的高估值情况也会经久不退”。

在建立头寸的时候，你不可能知道它到底能不能帮你赚钱。尽管买进低价股票更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有助于提升长期回报，但不可能对短期预测没有任何价值。在短期内，低价股票往往会进一步下跌，高价股则经常会进一步上涨。

因此，耐心是绝对必要的。对股票而言，估值情况可能会导致如下三种结果：

1. 随着市场纠正原来的价值低估，股票可能会被重新估值。
2. 股票可能继续保持低迷状态，但也存在通过提高股利支付而创造回报的可能性。
3. 股票可能永无回升之日（即：价值陷阱）。

因此，在面对前两类股票的时候，耐心是对每一名价值型基金经理必不可少的要求，而对于第三类股票，耐心则是一个关键问题。图 15-5 显示了耐心对全球化价值投资的重要性。

价值投资策略在第一年的收益率通常要高于大盘 7% 左右。如果投资者再持有一年的话，其收益率会进一步提高 6% 。毫无疑问，持有较长时间确实能带来更多的机会。第三年跑赢大盘的超额收益率最高可以达到不可思议的 12% ，而第四年的超额收益率依旧可以达到 8% 。

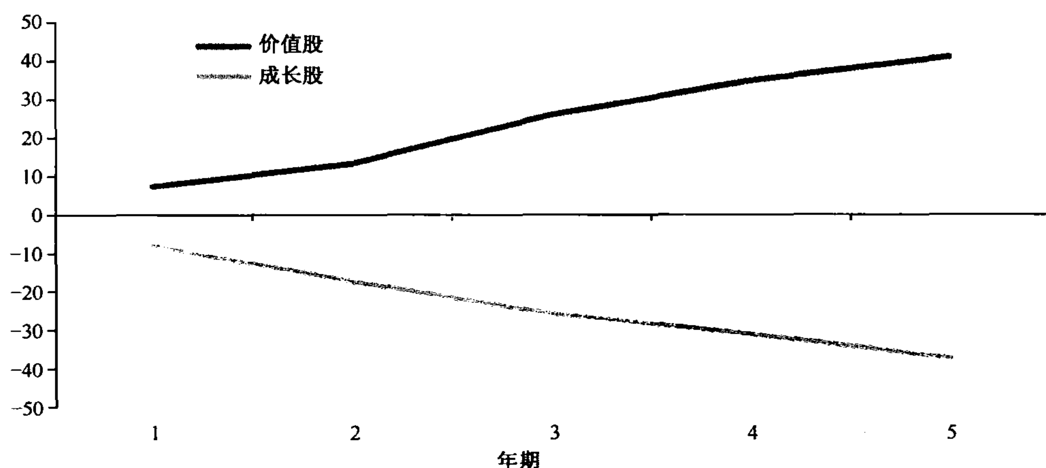


图 15-5 耐心是一种优点：不同持有期的累积超额收益

资料来源：SG Global Strategy Research。

针对实现长期盈利的价值型基金经理，通过研究他们的平均持有期，可以为我们提供更多的实证依据；他们的平均持有期约为 5 年。这与一般频繁出手的共同基金形成了鲜明对比。

从收益形成的角度看，长期持有更为合理。比如，就一年期而言，总收益的 60% 来自市场估值的变化（实际就是市场的随机性波动，我对此毫无研究）。但随着研究时间的延长，作为一名基本面投资者，就需要重新认识这个问题。例如，在 5 年期内，约 80% 的真实总收益源于支付的价格以及基础业务的增长。

不过，耐心的长期投资者似乎几近绝种。正如凯恩斯所言：“与先辈相比，现代投资者似乎过分关注所持资产每年、每季度甚至是每月的估值及资本增值……而对长期收益……内在价值漠不关心。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

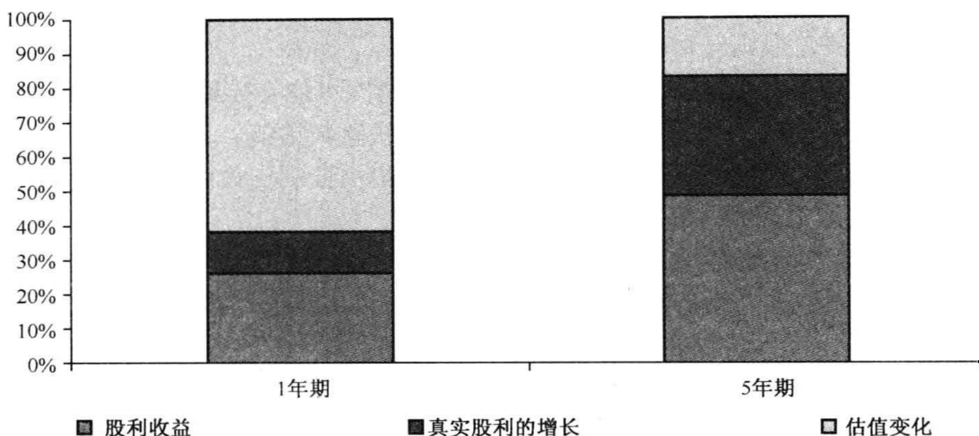


图 15-6 真实总收益在不同时间段的来源——1871 年之后的美国市场数据

资料来源：SG Global Strategy Research。

如图 15-7 所示，普通投资者似乎都患有长期的注意力缺陷障碍。在纽约证交所，一只股票的平均持有期只有 6 个月！在如此短的时间范围内，大家唯一关心的，就是下个季度会发生什么。

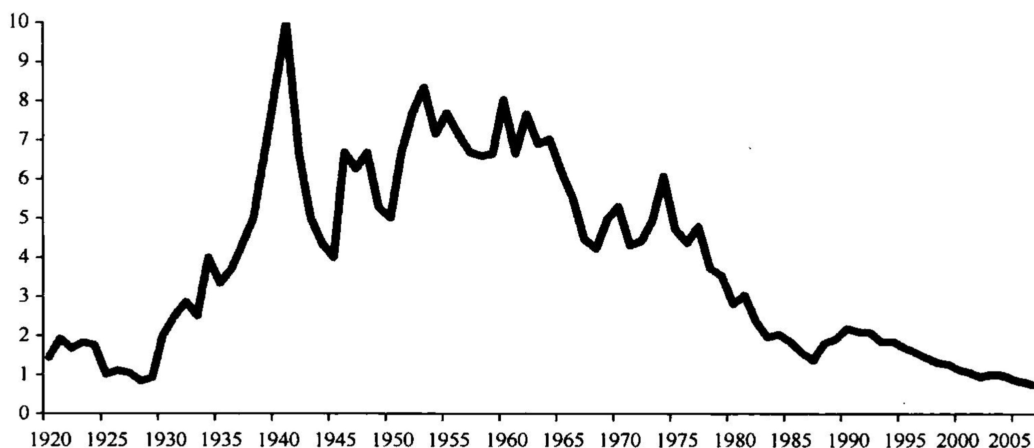


图 15-7 纽约证交所股票的平均持有期/年

资料来源：SG Global Strategy Research。

凯恩斯指出："现代投资市场的奇特状况，经常会使我产生这种念头：让购买投资像婚姻一样，成为具有永久约束力的事情，除非死亡或者其他某种严重事件，否则便不能解约，这或许有助于医治当前的弊端。因为这将迫使投资者以长期为导向去思考问题，而且把长期理念作为唯一的指导性思维。"

当然，迷恋短期利益也不是不能创造机会。如果每个人都按未来 3 个月的预期去考量资产价格，那么，他们就有可能对资产作出错误的长期定价。这样，在长期时间内，投资者就可能获得时间套利（time arbitrage）的机会。但最不幸的则是像凯恩斯说的那样："以真正的长期预测为基础的投资在今天已经难上加难，以至于在实践中几乎变成了不可能的事情。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这并不是说，价值投资策略能让投资者完全屏蔽市场的侵袭。因为在价值陷阱面前，耐心反而会带来灾难。为规避这种可能性，必须随时关注那些可能不利于你的市场状况。一旦出现“不利”情况，就应该立即对其进行诊断。这种诊断的对象应该从零开始，深究投资的可行性，与此同时，考虑当前的应对措施。

如果基本面没有发生任何变化（即，这种情况仅指价格波动的数量级高于基本面波动），就存在补仓的机会（假设尚未达到投资上限）。如果基本面发生实质性变化，就可以立即斩仓退出。

把耐心作为投资过程不可分割的构成要素，这就意味着应尽量避免债务杠杆。因为杠杆限制了投资者的持久力，所以必须加以限制。正如凯恩斯说的一样：“一个对短期市场波动置若罔闻的投资者，为了安全起见，就必须动用更多的资源，而且决不能用借来的钱从事大规模经营。”

耐心的重要性还在于，价值型基金经理的法宝就是先下手为强——无论是买进决策（被人们亲切地称为“提早布局”）还是卖出决策，无一不需要抓住时机，尽早动手。不过在短期内，先拔头筹往往是犯错误的代名词。

作为价值投资的追随者，我们在资产价格处于低位时买进，而在它们被过度高估则会敬而远之。在我自己的投资中，“早熟”问题似乎一直伴随着我。例如，我曾在1995 年预言泰国就是下一个墨西哥，1997 年的股票市场是最后的疯狂（我险些利令智昏地坠入科技股狂潮），并在 2005 年指出美国房产及其衍生品市场的泡沫性，在 2006 年把矿产业指为泡沫。

如果我能未卜先知的话，肯定会在崩盘之前抛出全部股票，然后在跌到谷底时重新买进。但是，我手里没有这个能让我看到未来的水晶球，因此，我别无选择，只能一如既往地耐心等待，谨慎应对。也就是说，我必须循序渐进、有条不紊地建立仓位，逐步投入。

如果自上而下寻找价值的途径不能如愿以偿，那同样需要耐心。以往，我一直认为大多数投资者存在“行为偏向”（action bias）（见第十七章）——不管结果如何，“一定要做”某种事情的倾向。“小熊维尼”的话早就成了我的最佳借口：“永远不要低估无所事事的价值。”既然找不到值得投资的资产，那最好的选择当然是什么也不做了。

沃伦·巴菲特经常提到“最佳击球”（fat pitch）[㊀]。他说：“我认为投资是世界上最美妙的行当，因为在这个行当里，你永远不必强迫自己挥棒击球。你站在击球台上，投手们把 47 美元的通用汽车股票掷向你，投出 39 美元的美国钢铁股票！没有人要求你一定要迎战，只要没有错过时机，就不会有任何惩罚。你可以一整天等待你喜欢的那个投手投出你喜欢击打的球；于是，就在外野手昏昏欲睡时，你终于挥棒一击，制胜于瞬息之间。”

但是，大多数机构投资者都是“像贝贝鲁斯一样，湮没在 5 万名球迷的呐喊声和俱乐部老板的狂叫中，‘快点击球，你这个混蛋！’于是，有些家伙甚至会想方设法故意打出四坏球自动出局。因为他们知道，如果下一次还不击球的话，老板就会对他大叫，‘滚出去’。”

巴菲特经常提及“红袜”队传奇击球手泰德·威廉姆斯（Ted Williams）的著作

㊀ 在棒球比赛中，击球手在断定投球手的投球最适于击球时才挥棒击球。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《击球技巧》（*The Science of Hitting*）。在这本书里，威廉姆斯介绍了职业生涯平均34.4%击球成功率的奥秘。在威廉姆斯不可思议的成功背后，道理简单得同样令人不可思议（很多真理实际上都是最简单的常识）。

威廉姆斯把击球区划分为77个单元格，每个单元格相当于一个棒球的大小。比赛中，他不是击打每个进入击球区的球，而是只选择进入“最佳单元格”的来球，这个单元格是他最喜欢、最有利的击球点——他对进入这个单元格的球得心应手。如果球并没有进入他的最佳击球点，他就干脆等下一次——即使这意味着他被三振出局，他也不会随意出手。

因此，就像威廉姆斯不是选择每一次都出手一样，投资者也应该等待这个最佳击球点。所以说，通过自下而上地观察没有发现投资机会，建议投资者最好还是持有现金。就像“奥巴马圣贤”说的那样，“尽管持有现金不舒服，但至少不会像做蠢事那么难过”。

◇ 第四条：摆脱束缚

当代金融的罪过之一，就是过分迷恋那些喜欢分门别类的基金经理。我一直觉得这样做有点愚蠢。如果我有一位优秀的基金经理，为什么不让他去投资他心目中的机会对象呢？

比如，通过过去5个月的研究，我一直想围绕如下3个主题构建一个资产组合：以现金抵御经济紧缩（同时作为把资本向其他两个渠道输送的通道）、固定收益和股权领域的潜在价值投资以及TIPS（Treasury Inflation Protected Securities）[㊀]、黄金和股利互换等低成本保值工具。

当然，在今天，大多数基金经理只是被迫当了专家，也是，他们把“资产配置”的决策权留给了最终客户（在如何投资这个问题上，这个群体显然不及大多数最普通的基金经理）。这些制约因素导致投资者不能充分利用出现在面前的每一个机会。因此，我提到的组合可能对很多投资者是无法想象的，即使他们能想到，要付诸实施也需要大量的专业基金经理替他们操盘。

同样，我通过市场分析经常会发现，最佳的投资策略就是净卖空，比如2007年就是这种情况。2007年年初，分析结果显示最佳策略为卖空的频率达到了历史最高。与此同时，做多交易的机会则变得微乎其微。这是一个非常明显的信号：市场的优势正在向做空一侧倾斜。这让很多基金经理发现，他们根本就无法做到完全投资！

基金经理受到的人为限制就如同邀请罗伯特·普兰特（Robert Plant，英国摇滚歌手）演出，但却告诉他只能唱摇篮曲一样。只要发现投资机会还处于自己的“能力范围”之内，为什么不自由自在地利用这些机会呢？

◇ 第五条；不要预测未来

我一直想给自己编一个“可为活动”清单，从未想过“不可为活动”清单，但即

㊀ 又称“通货膨胀保值债券”，一种与通货膨胀指数相关联的债券。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便是在这个“可为活动”清单中，也一定要包括一个压倒一切的“不可为”。预测一直是很多人早已厌烦、但却让我乐此不疲的话题之一。我真的一点也不理解，为什么会有那么多的投资者，把大量时间浪费在一直毫无价值、几乎没有任何成功机会的活动中。

假设你按如下程序进行投资：预测经济形势、预测利率走势、预测在这种大形势下可能有上佳表现的板块，最后，预测哪些股票将成为该板块的领头羊。

现在，我们假设你非常善于此类预测，且在每次预测中的成功率高达 70%（这已经明显超过我们在现实生活中见过的成功率）。但是，如果你要在四次预测中都取得成功，那么，你最终得到正确结果的概率将是 24%！（这还要依赖于每一次预测均为独立事件的假设）。现在，我们再来考虑一下一般分析模型包含的预测数量：销售额、成本、税收等——如果你永远预测不到正确结果，应该一点也不足为怪。

除此之外，即使魔法庇护让你的预测变成现实，那也只有你能从中赚钱，但这并不是常态，而且绝对不属于常态。这就让整个问题变得更加复杂。

每年一次的最佳预测分析师评选一直是专业评级机构 Starmine 的看家项目。但假如你盯住这些获胜名单，你就会感到怅然失落，因为你很难在这些名单中找到相同的名字。这足以证明，这种比赛的胜利者，不过是凭借外行预测的“幸运傻瓜”。还应该指出的是，每一年都注定会出现这个预测最精准的分析师！这并不是说他们在实践中做得有多好，只不过是他们犯的错误比同行更少而已。

要证明预测的愚蠢性并不困难，这样的证据信手拈来。我们可以通过几个图表看看现实中的预测到底有多么令人费解。首先，我们从最顶层开始——经济学家。实际上，他们对未来同样一无所知。可以毫不客气地说，在预见未来这个问题上，即使是三个瞎老鼠也能胜过任何一名宏观经济学家的预测。图 15-8 表明，他们从未预见到任何一场经济危机，直至我们已经身处危机，他们才恍然大悟，不过，即便如此，他们似乎也只是被迫接受危机现状。

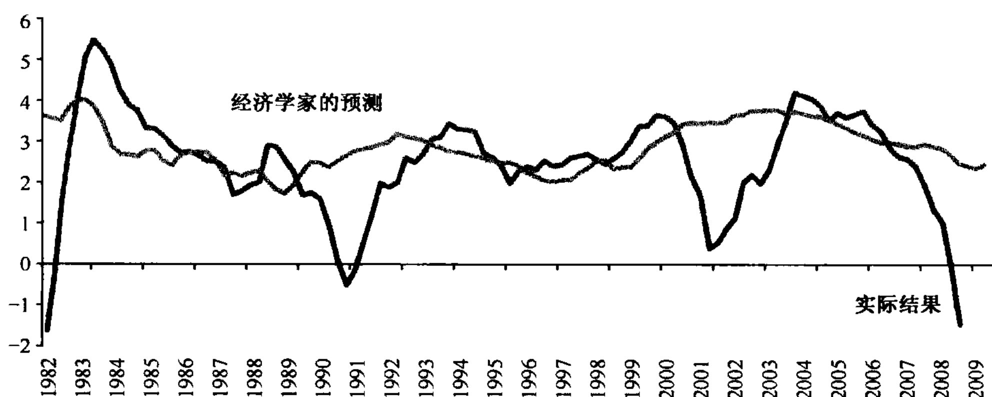


图 15-8 美国的 GDP 和经济学家的预测（4 季度）（4q ma，%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

分析师的情况也好不了多少。无论是短期事件还是长期事件，他们的预测记录都惨不忍睹。我的同事鲁伊·安图内斯曾对分析师的预测精度进行过检验。安图内斯并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有像学究那样，在总体水平上进行分析（我以前也是这样做的），而是针对个股对误差度进行实证研究。

图 15-9 显示了分析师的预测平均误差与预测时间跨度之间的关系。在美国，2001～2006 年间的 24 个月平均预测误差率为 93%，12 个月平均预测误差率为 47%。欧洲市场的数据同样令人沮丧。24 个月平均预测误差率为 95%，12 个月平均预测误差率为 43%。说得好听一点，分析师对未来收益根本就是一无所知。

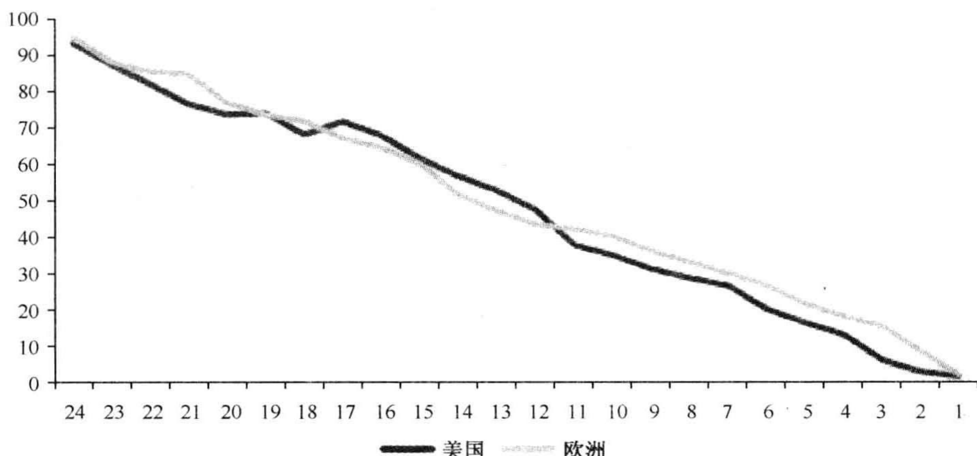


图 15-9 预测误差与时间的关系：美国和欧洲市场，2001～2006（%）

资料来源：SG Global Strategy。

分析师的长期收益预测比他们的短期预测更令人无法接受。图 15-10 为分析师的未来 5 年增长率预测及实际结果。数字“5”代表分析师预测增长最快的股票，“1”代表分析师预测增长最慢的股票。

实际上，我们只要粗粗地扫一眼便能看出，每个增长率等级的预测结果与实际结果均存在显著差异。也就是说，分析师根本就不知道如何预测未来收益。

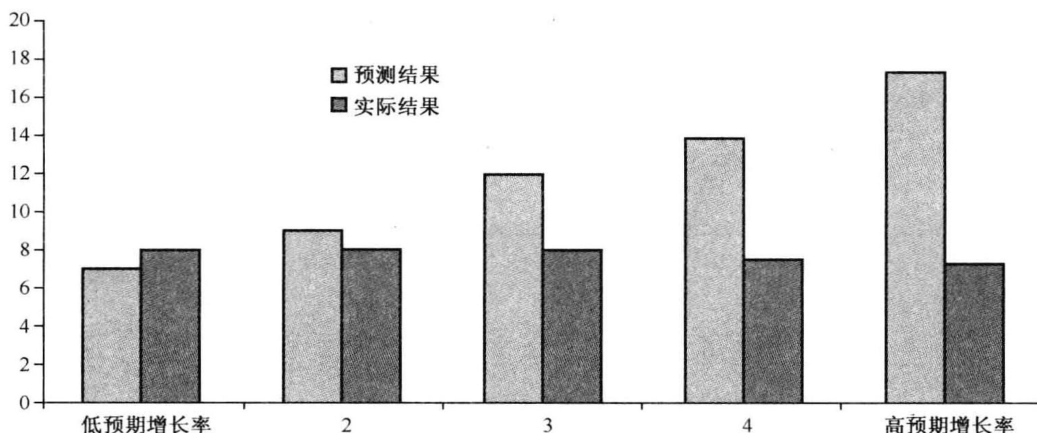


图 15-10 长期增长率预测及实际结果（美国，1982～2008，%）

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于预测的愚蠢，我想说的最后一点就是目标价格（target price）。分析师们为什么总要满腔热情地去预测价格呢？本杰明·格林厄姆曾说过："预测证券价格并不是证券分析的一种正确方法。"

图 15-11 显示出分析师在预测目标价格方面的拙劣业绩。在每一年，我均以该年度初始价格作为证券价格，并假设所谓的分析师目标价格为 12 个月后的最合理价格。结果显示，在平均水平上，分析师预测的价格高出实际价格 25%！

之后，我将相同条件下的分析师预测结论与实际结果进行了对比。我们可以看到，结果似乎可以说明，目标价格几乎毫无意义。在每 9 年的区间里，分析师居然在 4 年里搞错了价格基本走向！按绝对水平计算，平均预测误差率达到了 25%。

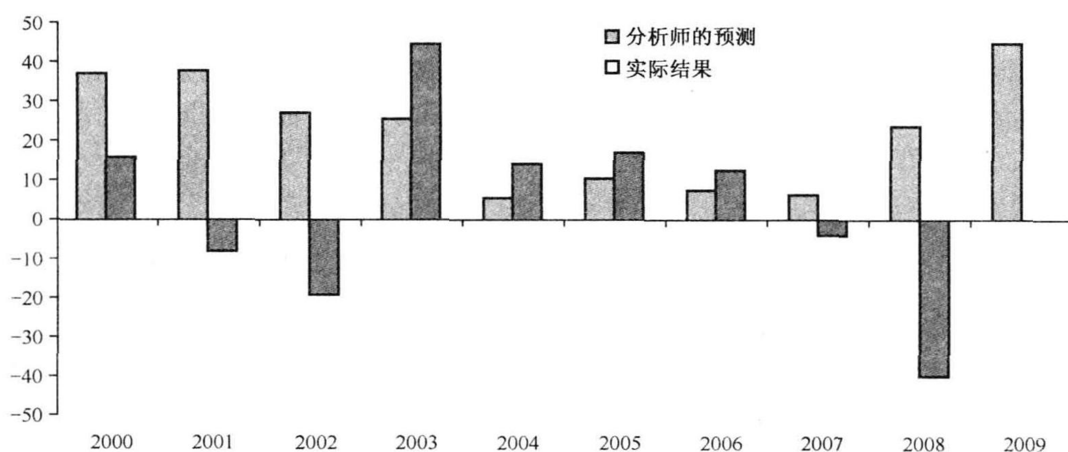


图 15-11 分析师的预测收益（通过目标价格）与实际结果（美国，%）

资料来源：SG Global Strategy。

所有这些认为预测无效的分析都告诉我们，把投资过程建立在我们漏洞百出的预见能力基础之上，绝对是荒唐至极的疯狂之举。为此，谈及未来这个问题，凯恩斯的建议更值得我们采纳："我们对未来一无所知。"

◇ 第六条：必须关注周期因素

我想介绍的第六个原则就是务必要关注周期因素——即使是长期投资者也不能例外。正如橡树基金管理公司（Oaktree Capital）霍华德·马克思（Howard Marks）说的那样，或许我们不能预见未来，但至少我们可以为迎接未来而做好准备。周期性因素无处不在，比如，经济、信贷和情绪就是三个最典型的周期性因素。

人们经常说，市场受制于恐惧和贪婪。但是，它们往往不会同时出现。市场情绪丰富多彩，既有非理性的繁荣，也有悲观中的绝望。"市场"先生显然是狂躁抑郁症患者。

就像霍华德·马克思最近写道的一样：

在我看来，有两类基本概念是投资者必须掌握的：价值和周期。对于我们考虑的每一类资产，我们都必须深刻领悟它的内在价值。当资产的价格低于其价值时，基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略就是买进。当价格高于价值时，则属于卖出品。归根结底，这就是价值投资。

但价值并不是一成不变的，它们要随着经济环境的变化而变化。因此，周期性因素影响着一种资产的当前价值。例如，价值取决于收益，而收益则依赖于经济周期，而价格则以流动性为基础。

此外，证券价格还要受到投资者行为的影响；因此，了解我们在市场周期中的位置，会让我们的投资更安全。投资者的心理正在发生怎样的变化，这种心理会让我们在短期内作出何种反应？当价格富有吸引力时，我们会倾向于买进。但假如投资者头脑发热，乐观无度，我们就要考虑随后是否还会出现更好的买进机会。

图 15-12 是我们判断当前周期所处阶段的基本模型之一。它以简单的方式，让我们在欢乐的天堂和绝对的地狱之中，找到属于自己的位置。尽管我肯定不能预见未来的走势，但至少能做到未雨绸缪，为即将到来的变化做好准备，并充分利用这些变化创造的机会。所以说，一定要见风使舵，把握机会，随时调整你的投入和支出。

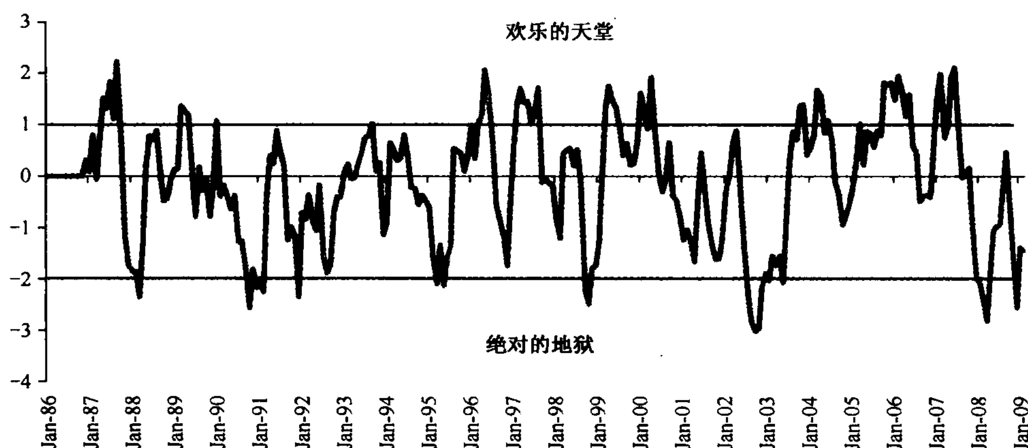


图 15-12 我们的恐惧与贪婪指数

资料来源：SG Global Strategy。

在某种程度上，这与前述“做反向投资者”的原则休戚相关。约翰·邓普顿爵士曾说过：“在其他人绝望地抛出时买进，在其他疯狂地买进时抛出，需要巨大的勇气，但也会带来丰厚的回报。”

塞斯·卡拉曼（Seth Klarman）在《安全边际》（*Margin of Safety*）一书中写道：

企业价值变幻无常的理由不计其数。但“信用周期”（市场可获得信用水平的周期性紧缩和放松）则是一个最重要的因素，因为它影响着资金借贷的成本和期限。反过来，它又影响到买方愿意为购买企业股票而支付的市盈率。简单地说，买方在可获得低利率无追索权融资的情况下，显然比在无杠杆交易时愿意接受更高的市盈率。

请记住，市场周期至关重要，因为它有助于提醒投资者在股价上涨时抛出，下跌时买进。但它同时也有助于提醒我们，务必要缓慢建仓，因为在没有经历之前，我们永远也不知道自己正身处周期的高峰还是谷底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 第七条：历史因素不可忽视

约翰·邓普顿爵士还认为，"这次不同往常"的想法是投资领域最危险的想法。约翰·肯尼思·加尔布雷斯则指出，市场最大的特征之一就是：

> 金融思想的极端短暂性。其结果是，金融危机的痛楚很快就会随风而去。随后，或许是在几年之后，当相同或类似情况再度出现时，年轻而更富于自信的新一代，依旧会把它们奉为金融界乃至更宏观的经济界的重大创新性发现。在人类发展的进程中，极少有什么领域像金融界那样，能够写进历史的东西微乎其微。

谈到金融业在历史长河中的微薄地位，我最欣赏的一句话来自杰里米·格兰瑟姆，在被问及"您认为我们可以从这场危机中吸取何教训?"的时候，他的回答是："从短期上看，教训深刻，从中期上看，教训一般，从长期上看，毫无意义。历史已经无数次演绎了这个规律。"

我们这个行业似乎一直缺乏对历史的回顾和总结。我一直认为，如果金融业从业人士能更好地学习一下以往的历史，而不是痴迷于"布莱克—斯科尔斯期权定价"模型或是"伊藤定理"（Itô's Lemma）之类深奥晦涩的数学理论，我们或许会受益更多。

但奇怪的是，金融分析师协会一再向业界保证，他们的注册资格获得者无比精通现金流折现，可以对风险价值倒背如流，但他们的教材中最匮乏的，就是缺少一个以史为鉴、从历史中汲取养分的章节（更不用说模型）。正像本杰明·格林厄姆说的那样："理智告诉我们，他（投资者）应正确认识股票市场的历史，尤其是这个市场的关键事件和重大起伏……只有了解这些，他才能对市场的吸引力或是危险作出有参考价值的判断。"

而对股市历史的认识，最重要的莫过于对泡沫故事的认识。如前所述，我们一直支持用来分析泡沫形成与破裂过程的"明斯基—金德贝格尔模式"［有关详情请参见《行为投资学》（*Behavioural Investing*）的第 38 和 39 章］。该模型从根本上把泡沫的形成与破裂过程划分为如下 5 个阶段：

换位（Displacement）→信贷创造（Credit creation）→过度乐观（Euphoria）→转折阶段/金融危机（Critical stage/Financial distress）→剧变（Revulsion）

- **换位——繁荣期的形成**

换位通常表现为因外界因素作业而提高某些行业的盈利水平，降低其他行业的利润水平。只要创造的机会大于消失的机会，投资和生产部门就会利用这些新出现的机会。此时，对金融业和有形资产行业的投资有可能会同步形成，于是，我们就会看到繁荣期的形成。

- **信贷创造——泡沫的酝酿**

就像火离不开空气一样，市场的繁荣同样需要依赖于流动性的补给。海曼·明斯基（Hyman Minsky）认为，货币供给和信贷创造的扩大属于金融系统的内生变量。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是说，不仅现有银行可以创造货币，现有银行体系之外的新组建银行，甚至是可能在体系之外的新型信贷工具的开发以及个人信贷的扩大，都具有货币创造能力。

- **过度乐观**

每个人都会以买进资产而步入美好的新时代。价格被看成唯一可以永久向上的事物。传统的估值标准被弃之脑后，新的衡量指标登堂入室，让当前价格变得理直气壮。过度乐观和过分自信的浪潮席卷而来，让人们高估收益，低估风险，而且会让每个人都认为，一切尽在自己的掌控之中。

- **转折阶段/金融危机**

转折阶段的基本特征通常是内部人开始大量抽出现金，金融危机紧随而至。此时，繁荣期积聚形成的过度债务成为一个严重问题。泡沫发展到这一阶段，可能会大量滋生欺诈现象。

- **剧变（也称“资金抽回”）**

这是整个泡沫周期的最后一个阶段。投资者受到危机事件的惊吓，根本就不敢进入市场。于是，这就导致资产价格急转直下。

如表 15-1 所示，金融泡沫的基本特征居然惊人的相似。尽管每个泡沫的具体细节千差万别，但它们的总体模式基本相同。显然，了解这些基本特征有助于我们对市场作出更精确的判断。

表 15-1　以往金融泡沫的基本形态

事件	换位	投资者的反应	泡沫的膨胀	主管部门支持	欺诈现象	政治反应
南海泡沫事件（South See Bubble，1710－1720）	在南海公司获得南美洲（南海）贸易垄断权的情况下，通过英国政府债券转换为公司股票而获利	内幕人在政府债券转换为公司股票之前买进债券	开设专门的咖啡屋，为投机者创造场所	获得政府批准，而且皇家银行参与于其中	庞氏骗局	对南海公司的董事进行追加处罚，对股份公司的经营模式实施限制
1845 年英国铁路泡沫	大萧条结束，出现新的交通方式	建设一条铁路	?	政府批准每一条铁路的建设	乔治·哈德森（George Hudson）以本金支付股利（庞氏骗局）	改革会计准则，规定不得以收益支付股利，不得以资本支付股利
1873 年美国铁路泡沫	内战终止，战争结束	建设由政府补贴的铁路	许可建设另一条铁路	亨利·瓦农·普尔（Henry Varnum Poor）和查尔斯·弗朗西斯·亚当（Charles Frances Adams）	?	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

事件	换位	投资者的反应	泡沫的膨胀	主管部门支持	欺诈现象	政治反应
20 世纪 20 年代的美国股市泡沫	10 年期的快速增长，“一战”结束，大批量生产迅速普及	大量新股上市，新型封闭式基金的出现	地区性证券交易所，保证金账户及经纪人贷款的发展	卡尔文·柯立芝、赫伯特·胡佛、安德鲁·梅隆以及欧文·费雪的支持	拉塞尔·斯奈德（Russel Snyder）及通用董事长萨缪尔·因萨尔（Samuel Insull）因大量买进而导致债务激增	通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》，建立证券交易委员会，通过《银行控股公司法案》
20 世纪 60 年代的集团合并浪潮	股票市场 20 年的快速增长，成长型投资备受欢迎	专业型企业集团的出现	通过股票互换推动收益大幅增长	国家安全事务助理麦克乔治·邦迪（McGeorge Bundy）	全国学生营销公司（National Student Marketing Corp）	改革会计事务准则，实行《威廉姆斯法案》（Williams Act）
20 世纪 80 年代的日本房地产及股市泡沫	自由化经济及宽松的货币政策	财术（zaitech，即金融操作技术）	交叉持股，潜在资产价值，1987 年通过的《协助联合国维持和平活动法案》（PKO）	到 1995 年，注销野村证券的 8 万亿日元不良资产	招募大潮 Recruit Cosmo，泡沫女士 Bubble lady	?
科技、媒体和通信泡沫	互联网的广泛普及，经济的快速增长与宽松的货币政策	积极的成长型基金、股票期权及 IPO 业务的高涨	虚假收益，新的估值方法，回购业务	格林斯潘	安然，世通，泰科等	实行萨班斯·奥克斯利法案（Sarbanes Oxley）
信贷/风险泡沫	低利率，高涨的房产价格，全球经济“大缓和”	各种各样的杠杆	新的衍生品工具：CDOs，CDOs 平方，新型抵押产品，回购技术	格林斯潘，伯南克，布什	公允价值定价模型及其奥秘，麦道夫欺诈案，阿兰·斯坦福（Allan Stanford）	??

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 第八条：永远持怀疑论

在论述构成我的这些策略的原则时，有时很难说清一个原则从哪儿开始，到哪儿结束，它们之间往往相互渗透，相辅相成。尽管其他原则似乎已经体现出怀疑主义者的内涵，但我认为还是有必要把它作为一个独立的原则。我在非金融界最崇拜的英雄之一，著名音乐家布鲁斯·斯普林斯汀（Bruce Springsteen）曾说过，“盲从足以致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

命”。对于缺乏批判性思维的危险，我非常赞成这句话。

多年以来，我有幸结识很多杰出的投资家（依他们的投资策略和投资业绩）。他们的共性之一就是始终对事物保持合理的怀疑态度。

实际上，我个人认为，相对于其他绝大多数基金经理，他们对投资的默认方式是截然不同的。他们的默认选择就是决不会不加判断地把一项投资视为自己的资产，而是首先要确信它的价值，换句话说，就是不见兔子不撒鹰。他们从不轻易接受事物的表象。他们要想方设法认识潜在的贬值风险，从而确保他们能随时发现任何可能发生的危机，而不只是一厢情愿地梦想美妙的未来。

大多数基金经理（尤其是那些痴迷于相对业绩比较的基金经理）更关心的是动态误差，而不是怀疑态度。他们的默认选择是：我为什么不应该持有这项投资呢？对怀疑态度的鄙视也是他们与顶级投资家相区别的基本素质之一。

怀疑态度对我们这些经常要在逆势中（即：做空）跋涉的人来说同样至关重要。如原则之四所提到的那样，只要有机会，我一样会持有净空头寸。事实上，我认为卖空不仅不违法，而且是值得提倡和鼓励的。我此前曾经多次指出，我认识的很多做空投资者，恰恰是我见过的最纯粹的基本面投资者。他们对待自己的分析非常严肃。独立的思考、坚实的研究与合理的怀疑态度是不可替代的。

◇ 第九条：上下求索，相互融合

我步入金融界的角色是作为经济学家（我很少在公开场合承认这一点，实际上，我最初还是一名计量经济学家，我觉得这比经济学家更糟糕）。在那段迷茫混沌的日子里，我为数不多的收获就是，自上而下式分析和自下而上式分析在很大程度上是不可分割的（这有点像成长股和价值股——就像巴菲特说的那样，他们并非各自为政，而是你中有我、我中有你）。

马蒂·怀特曼（Marty Whitman）在一本介绍价值投资的书中指出："格林厄姆和多德认为，宏观因素……是分析公司证券的基本要素。但价值投资者则认为宏观因素与此毫不相关。"如果真是这样的话，我可以很自豪地说，我是一个信奉格林厄姆和多德的基本面主义者。

尽管自下而上是最佳的选股方法，但完全忽略自上而下式分析注定会让你付出惨重代价。对于认识宏观层面分析的重要性及其对企业层面分析的价值，去年的市场遭遇无疑是最佳的例证。过去的 12 个月对价值投资者而言是极不寻常的，原本同根的一个统一体突然之间划分为两个界限清晰的阵营（我在此前已经讨论过这个问题）。

理念上的分歧把价值投资者断然划分为两大阵营。持乐观态度的自下而上式分析思维的典型代表是 Pzena 投资管理公司创始人理查德·泽纳（Richard Pzena）。他在 2008 年第一季度报告中写道：

> 新的威胁正在渗入传统型投资理念：近期的大规模杠杆化经营已经超越警戒线，而即将到来的偿债高峰正在动摇全球金融体系。按照这种观点，贝尔斯登仅仅是这场流动性危机中的一个灾难，但它毕竟已经撼动了多家美国次级贷款发起人和几家非美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国金融机构，而且这场灾难还将继续把其他金融机构拉入火坑。毫无疑问，它们赖以为继的赢利能力已经受到了严重损害。

此时此刻，首当其冲的问题就是哪一种情况更符合逻辑：是上述的这种极端状况——长期为不符合条件的个人提供宽松信贷，还是像通常的信贷周期那样，随着危机的积聚和爆发，自然而然地完成周期的轮回，而不会破坏幸存者的长期收益率？我们相信，后者更符合常理。

而第一太平洋咨询公司（First Pacific Advisors）分析师斯蒂文·罗米克（Steven Romick）在最近接受《*Value Investor Insight*》的采访中，对另一种观点（悲观的自上而下式分析）作出了精辟的论述：

VII：您对金融服务业前景的负面总体看法是否有所改变呢？

斯蒂文·罗米克：我们对回归中值的规律坚信不疑，因此，如果你发现一个经营状况良好的企业，其上市股票的交易价格相对正常情况的收益而言较为便宜[⊖]，那么，即便这个行业处于危机之中，你依旧有足够的理由去投资于这个板块。但是，这种策略在最近却唆使很多优秀的投资者过早地投资于金融业。我们的基本看法是，截止到2006年的这10年里，金融机构创造的安全边际和资本回报率高得离谱。在监管更多、杠杆更少（由此造成可借贷资本的减少）、融资成本更高、承销标准更严格以及超级盈利型产品的市场需求更少和产品普及度更高的情况下，这样的利润率和估值比率显然算不上"正常"。

两个阵营的根本区别在于对信贷泡沫破裂危害性的不同理解。那些认识到信贷泡沫破裂重要性的人一直对金融业敬而远之（而且大多不准备涉足这个行业）。而那些更加关注企业层面的人看到的却只有"便宜"这两个字。

牢记价值投资传奇人物吉恩—迈瑞·艾维拉德（Jean-Marie Eveillard）的话，会让我们永远受益无穷："有的时候，最重要的并不是出现不利形势的几率有多低，而是一旦出现不利情况会带来怎样的后果。"

如上所述，尽管不能预见未来，但我们可以为未来做好准备。信贷泡沫不是黑天鹅，虽然我们可能无法预测厄运何时到来，但至少可以为厄运的到来做准备，避开金融业以及房地产行业等与信贷泡沫相关的股票。

自下而上式分析还可以让自上而下式分析更合理，更全面。本杰明·格林厄姆指出："真正的便宜股票已经成为牛市中的稀缺品……点一点发行价低于运营资本价值的股票数量，我们或许就可以确定市价水平到底是太高还是太低。以往经历表明，一旦这样的机会真正消失，投资者就应该撤出股票市场，一头钻进美国国库券市场去寻找避难所。"

另一个说明自上而下和自下而上观点互补性的例子来自塞斯·卡拉曼（Seth Klarman）。在其经典大作《安全边际》（*Margin of Safety*）一书中，卡拉曼指出，通胀环境会对价值投资者带来巨大影响：

通货膨胀或通货紧缩趋势同样会导致企业价值出现波动。这就是说，价值投资同

⊖ 市盈率较低。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样可以在通胀环境下发挥作用。假如说你可以用 50 美分买到价值 1 美元的资产，比如说矿业权或不动产等价值因通胀而上涨的资产，那么，今天的 50 美分就可以创造出超过 1 美元的价值。但是在通胀情况下，投资者可能会变得不再谨慎。只要资产的价值还在上涨，他们就会放松买进标准，不是用 50 美分买进资产，而是用 70 或 80 美分（甚至有可能超过 1 美元，因为他们觉得资产的价值注定要超过 1 美元）。然而，一旦大多数投资者预期到通货膨胀，并通过同向竞价抬高有价证券的价格，这种放松可能会让他们付出惨重的代价。而通胀速度的放缓则会导致价格的下跌。

在通货紧缩情况下，资产的价值通常会出现下跌。在资产价值下降时，即使用 50 美分买进价值 1 美元的资产，也不一定是捡到了便宜货。从历史上看，投资者可以在拥有“隐形资产”的企业中发现有利可图的投资机会，比如说净值为正的养老金基金、按市场价值反映在资产负债表上的不动产或是可以按更高溢价出售的盈利性金融子公司。不过，在企业和资产价值出现整体性下行的环境下，某些隐形资产却有可能转化为隐形负债。股票市场的下跌会减少养老金基金资产的价值；以前的正净值基金计划可能会变成负净值；以历史成本列入公司资产负债表的不动产可能不再属于低估资产。以前身藏宝石的子公司会丧失它们的光鲜。

企业价值持续下跌是插入价值投资心脏的一把利刃（绝不是征服其他投资策略的武器）。价值投资者的基本原则就是估值并按折价买进。如果说价值预期将产生明显萎缩，那么，到底多大的折扣才算是可以接受的折扣呢？

投资者是否应该担心企业价值的下跌呢？绝对应该！他们是否应该有所对策呢？在这种情况下，如下三种反应或许能有所帮助。首先，由于投资者无法预见价值到底是涨是跌，因此，应以保守的态度进行估值，并对最差情况下的清算价值和其他估值方法赋予较大的权重。其次，对于那些担心通货紧缩的投资者，可能需要在交易价格和基础价值之间采取较大的折扣量，才愿意进行新投资，或继续持有现有头寸。这就意味着，在正常情况下有所选择的投资者，在熊市情况下可能会放弃更多的出手机会。

最后，资产萎缩的前景更重视投资的时间跨度以及是否存在实现基础价值的催化剂。在经济紧缩环境下，如果你不能确定基础价值能否实现或是何时实现，那么，你或许根本不想置身于其中。如果基础价值可以在短期内转化为股东的直接收益，那么，有可能导致价值化为乌有的长期因素就成为投资者关注的焦点。

因此，无论是自上而下的观点还是自下而上的观点，都不是绝对和唯一的。只有两者相互结合，才能为投资者提供开放的视角。

◇ 第十条：像对待自己一样善待客户

在我的投资信念中，最后一条将引领我们重新回到投资的基本目标问题（如果您多费一点脑筋，就可以回想起我们的起点）。

我认为，对基金经理最有用的问题之一就是：如果是自己的钱，我会如何处理？那些靠代人理财收取服务费的人似乎更多地认为，他们有资格按自己的意愿去行动（基金经理和经营公司的企业高管也一样。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·伯格（John Bogle）对这个行业的总结恰如其分，他认为，我们这个行业已经不再是一个专业，而是变成了一门生意。这是一种悲哀。当营销人员主宰投资公司的时候，最终结果必然是错误的资金出现在错误的时间。20 世纪末期的科技股泡沫以及最近几年出现的商品基金，无不是最好的印证。我一直主张，金融界需要一个新的职业纲领，而这个纲领的首要目标就是“安全第一”。

保罗·威尔莫特（Paul Wilmott）、伊曼纽尔·德曼（Emanuel Derman）最近发布了如下的“金融模型师宣言”（Modelers' Hippocratic Oath）：

我将牢记我并未创造世界，而且这个条件无法满足我的方程式。

虽然我将大胆使用模型来估算价值，但不会过分倚重于数量分析。

我将永远不会为了追求理论的精辟而不惜忽视现实，除非能够合理解释这样做的原因。我也不会使用我创建的模型的人们对其精准性产生质疑。相反，我将明确指出模型中的假设条件和忽略因素。

我明白我的工作可能将会对社会和经济产生巨大影响，其中的许多影响超出了我的认知范畴。

很多优秀投资者并不是一味追求旗下资产的最大化，而是刻意限制资产规模，以保证其收益能力。当然，尽管这还不算金融超市的诅咒，但它居然成为我们应对投资的唯一理性之路，这确实让我感到难以理解。就像吉恩—迈瑞·埃韦亚尔（Jean-Marie Eveillard）说的那样：“我宁愿丢掉一半客户，也不愿意让客户的资金损失一半。”

调整动机并不困难。比如说，买方分析师应重视管理资金的 3 年期总体业绩。这就可以限制他们不会随意操控分析体系，保持组合头寸分布的稳定性。但我还认为，分析师首先应该是全才，而不是专才。这可以让他们在灵活评价不同领域投资机会的同时，却保证基本框架的稳定性。不过，我在这里似乎已经偏向于过程，而不是理念，而理念才是本文的主题。

同样，只要我认为基金经理的利益能与他们手中资金的安全休戚相关，我就可以做一名快乐的投资者，因为这有助于确保他们始终不会忘记本节开始时提到的那个问题：如果是自己的钱，我会如何处理。

此外，那些遵守上述信条的基金经理注定会谨慎选择自己的客户。让客户真正认识你的投资策略，对投资的成功至关重要，因为一旦你的资本投向偏离正轨，再多的耐心都是无济于事的。在这种情况下，采取“锁定目标”之类的预先承诺方法或许有助于避免这种情况（参见第十二章）。

◇ 结论

本章或许是我所有论文中最能代表个人观点的一篇。它揭示了我对投资方式的基本信念。我一直不想过多地讨论投资过程——这并不是因为我认为投资过程不重要（实际上，过程并不能代表真理。见下一章）而是因为我希望能让理念真正成为投资方法的核心。

尽管公开自己的信仰可能是一件很危险的事，但就像阳光可以驱除百毒一样，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为把自己的信念公布于众，接受世人评判，是一种有益的探索。开诚布公的辩论往往可以带来超乎寻常的结果。正是这样的信念，才促使我可以坦诚面对自己的投资方式。这肯定不是我们处理问题的唯一方式，但至少是对我而言最有意义的方式。

投资十原则

第一条：价值，价值，还是价值。

第二条：做反向投资者。

第三条：要有耐性。

第四条：摆脱束缚。

第五条；不要预测未来。

第六条：周期因素必须关注。

第七条：历史因素不可忽视。

第八条：永远持怀疑论。

第九条：上下求索，相互融合。

第十条：像对待自己一样善待客户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

过程不等于结果：赌博、竞技与投资！[⊖]

无论是观看奥运，还是收听其他体育比赛实况，记者们最常提到的一个问题就是："你如何看待这场比赛？你认为自己能拿到金牌吗?"而被采访者的回答似乎也千篇一律：他们最关心的是比赛过程，而不是结果。投资这场竞争也不例外。尽管我们不能控制结果，但我们可以控制过程。当然，最重要的还是结果，但只要关注过程，必然会提高我们得到好结果的可能性。

- 在前道奇棒球队总经理迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）的畅销书《魔球：逆境中制胜的智慧》（*Moneyball: The Art of Winning an Unfair Game*）中，主人公圣地亚哥"教士"队的保罗·迪波德斯塔（Paul DePodesta），向我们讲述了他在拉斯维加斯玩21点牌的故事：
  一位牌手在拿到前两张牌时，手里的牌点已达到17点。就在发牌手准备下一轮发牌时，却被他拦住了。他说："我想再要一张！"发牌手停了下来，将信将疑地说："先生，您不是开玩笑吧?"这个人点了一下头表示肯定。于是，发牌手又给他发了一张牌。果不其然，这张牌只有4点。全场一片哗然。你知道发牌手会说什么吗？她看着这位牌手表情严肃地说："这张牌要得不错。""不错?"对于赌场来说，这个结果或许还算不错，但对于牌手来说，这绝对是糟糕透顶！任何一个决策并不会因为你的一厢情愿而如愿以偿。
- 心理学家很早就定义了一种被称为"结果偏向"（outcome bias）的心理趋向，即：完全以结果对决策质量进行判断。比如，如果一个医生进行手术，结果是患者被治愈，那么，这个手术决策的质量就完全好于患者术后死亡的手术。当然，我们都知道，医生决定的正确性不应该完全取决于结果，因为医生在手术之前毕竟不可能预知到结果。
- 这种强调结果、忽视过程的思维很可能祸患无穷。有证据表明，一旦让人们为结果承担责任，就有可能导致如下情况：①提高他们对不确定性较低事件（尽管其涉及的风险度相同）的偏好度；②增加了信息的收集量和使用量；③提高了对折中性方案的偏好度，并选择更多具有平均特性的产品；④提高对损失的厌恶程度。就投资而言，这会导致基金经理趋向于规避不确定性、追逐市场噪声以及追随群体意见。我认为，这显然不是实现良好业绩的方法。
- 这样做的优点是，可以告诫人们关注过程（并告诉他们按照过程而不是结果来评

⊖ 本文首次刊登于2008年9月1日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价决策质量）有助于提高决策质量。以决策过程为焦点有助于缓解上述大多数弊病。在投资领域，我们根本就无从控制结果，我们唯一能控制的就是过程。因此，关注过程对我们来说更有意思。

- 在投资业绩较差的时候，压力往往会迫使你调整过程。但是，合理的过程可以招致低劣的结果，而糟糕的过程同样可以造就优异的结果。或许我们更应该牢记约翰·邓普顿爵士的话："需要反思投资方法的时候，应该是你最成功的时候，而不是你犯下最严重错误的时候"。

不久之前，在保罗·迪波德斯塔的博客上，我看到他在2008年6月10日发表的一篇博文。对于看过迈克尔·刘易斯的《魔球：逆境中制胜的智慧》一书的人，保罗·迪波德斯塔自然不必介绍。如果您还不了解保罗·迪波德斯塔，到维基百科上搜索一下他的信息，或许有助于您对这个人有所了解（http：//en. wikipedia. org/wiki/Paul_DePodesta）。

在很多年前的一个星期六晚上，我在拉斯维加斯一个拥挤嘈杂的赌场玩"21点"牌。我坐在第三台。坐在第一台的牌手运气极佳。这人显然非常善于利用免费饮料的好处，似乎每隔20分钟，他的口袋里就会多出一大把现金。

其中有一局，这个牌手在拿到前两张牌时，手里的牌点已达到17点。就在发牌手准备下一轮发牌时，却被他拦住了。他说："我想再要一张！"发牌手停了下来，将信将疑地说："先生，您不是开玩笑吧？"这个人点了一下头表示肯定。于是，发牌手又给他发了一张牌。果不其然，这张牌只有4点。

全场一片哗然，四周响起一片尖叫。你知道发牌手会说什么吗？她看着这位牌手表情严肃地说："这张牌要得不错。"

我此时的想法是："不错？对于赌场来说，这个结果或许还算不错，但对于牌手来说，这绝对是糟糕透顶！任何一个决策并不会因为你的一厢情愿而如愿以偿。"

在那个晚上剩余的全部时间里，我一直在赌场里转来转去，东看一眼，西瞧一眼，主要原因是我在玩21点时就已经输光了口袋里的全部钞票，另外，我也是想看看各种游戏的玩法。事实上，在赌场里，所有赌局的胜负比例都是有倾向性的——胜负的天平永远向赌场一方倾斜。这不是说，赌场在每一手牌或是每一轮骰子中都能取胜，但他们获胜的概率永远超过失败的概率。请不要误解我的意思——赌场肯定要关心结果。不过，他们为保证取得好结果而采取的方法就像聚焦于过程的激光器——直指结果。

我们也可以以同样的观点谈论棒球。棒球自然是一项以结果为核心的事情，因为在美国大联盟的一个赛季里，每只球队都有162次面对胜负的抉择（偶尔需要进行163场比赛）。此外，我们都知道，任何一支球队都不可能赢得每一场比赛。实际上，仅仅60%的胜率就是一个伟大的赛季，而这个比例已经远远超过赌场在大多数赌局中的胜率。和赌场一样，尽管棒球赛的一切都是为了结果，但想想比赛的过程——每一局，甚至是每一次击球，都关系到比赛的最终结果。

多年之前，我曾和《魔鬼投资学》（《*More Than You Know*》，这是一本堪称伟大的著作）的作者迈克尔·莫博辛（Michael Mauboussin）探讨过这个问题，他用爱德华·拉索（Edward Russo）和保罗·休梅克（Paul Schoemaker）在《赢家决策》（*Winning*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Decisions）一书中提到的简单矩阵，为我解释了这个概念：

	好结果	坏结果
好过程	理所应当的成功	倒霉
坏过程	纯属运气	因果报应

显然，每个人都想进入左上角——通过良好的过程取得理所应当的成功。而这恰恰是赌场的基本逻辑。我认为这也是奥克兰“王牌”队和圣地亚哥“教士”队在常规赛季的情况。但是，在一个不确定性的行业里，右上角的情况却是我们每个人都不得不面对的残酷现实。在现实世界中，好过程一样会酿成坏结果。事实上，这样的事情从来就不少见。在赌场里，两张抓到 17 点的人一样赢钱，就是这个道理。我想，奥克兰“王牌”队和圣地亚哥“教士”队在季后赛中的良好表现，同样是这个道理。

好过程和坏结果这样的组合令人沮丧，而最不可比拟的无疑是左下角的组合：坏过程和好结果。它就像穿着羊皮的狼，让一次意料之外的成功变成未来长期成功的绊脚石——两张牌抓到 17 点的人，再抓到 4 点牌，凭借的毕竟只是运气。问题在于，只成功了一次，不管是什么样的成功，要对着镜子告诉自己：你是个幸运的人，这显然不是易事。但是，假如你不敢承认这次成功仅仅是一次偶然的运气，那么，你就会让坏过程延续下去，而那次一闪而过的成功则会在未来永远诱惑着你。可以很直白地说，这恰恰是奥克兰“王牌”队总经理比利·比恩（Billy Beane）善于运用过程与结果的重要因素之一。他很快就注意到好结果中隐藏的运气成分，并拒绝以运气去继续好结果的做法。

而在“教士”队，我们想赢得每一级别的每一场比赛，我们想让每个球员在每一场比赛中都能作出正确的决策。我们知道这是不现实的，因为比赛中有太多的不确定因素，也有太多我们无法控制的东西。这就是说，我们只能控制比赛的过程。

冠军队偶尔可能属于坏过程和好结果的组合。但常胜将军注定只属于矩阵的上半部。有些年份，他们可能会处于右侧的状况，但大多数年份的情况会对应于左侧的组合。亚特兰大“勇士”稳居左上角 14 年之久——这或许是历史上一个体育组织赢得的最值得称道的丰功伟绩。总之，我们希望成为一只能最终夺取冠军的冠军球队。

过几天，我会详细讲述我们的方案，但我现在想说的是，我们为自己的过程而自豪，我们只是坚持严于律己。但这是否能带来我们期望的结果呢？尽管我们无从知晓，但我们对未来充满信心。但我确实也知道，每一年，我们的比赛过程都在变得越来越出色，我们希望在明年能做得更好。

我认为，体育比赛和投资的相似性是不言而喻的。我们身处一个痴迷于结果但却无法控制结果的行业。不过，我们可以而且必须控制我们的投资过程。这就是我们必须关注的焦点。我们不可能去控制投资的回报，风险管理更是捕风捉影的事情，但我们可以用自己的理性和智慧去影响过程。

◇ 过程心理

关注过程而不是结果，对于投资来讲是至关重要的。在我们这个世界里，结果是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高度不稳定的，因为它们与时间的推移密不可分。因此，我们极有可能对未来5年作出“正确”判断，而对未来6个月作出“错误”结论，抑或反之。

结果偏向

人们经常会按最终结果来判断以前作出的决策，而不是这个决策基于当时已知信息所具有的质量。例如，英国议会曾规定，如果你在开汽车时打电话，撞死人和没撞死人的判决结果是完全不一样的。

乔纳森·巴伦（Jonathan Baron）和约翰·荷西（John Hershy）曾在1988年通过一系列试验对结果偏向问题进行了检验。例如，他们要求试验对象就外科医生对如下病例的决策过程（而非结果）的合理性进行评价：

一名55岁的男性患有心脏病。由于胸部疼痛，他只能停止工作。他非常喜欢自己的工作，因而不想放弃。此外，疼痛也影响到生活的其他方面，比如外出旅行和休闲。一种搭桥手术可以缓解疼痛感，并可以把他的寿命延长到65～70岁。但是，8%的病人会直接因手术而死亡。他的主治医生决策实施手术。手术取得了成功。之后，试验对象需要根据如下标准，对医生实施手术的决策进行评价：

3——完全正确，而不实施手术的决策则是完全不可原谅的；

2——考虑到各方面因素，决策正确；

1——正确，但相反的决策也可能是合理的；

0——该决策及其相反决策都有道理；

－1——不正确，但并非毫无理由；

－2——考虑到各方面因素，决策不正确；

－3——不正确，但并非不可原谅。

此外，他们还让试验对象在另一种情况下对相同的决策进行评价，即：手术失败，患者死亡。现在，医生手术决策的正确性就应该不再取决于结果，因为医生在手术之前根本就不可能知道结果。但是，图16-1则表明，对医生手术决策的评价却明显依赖于结果。

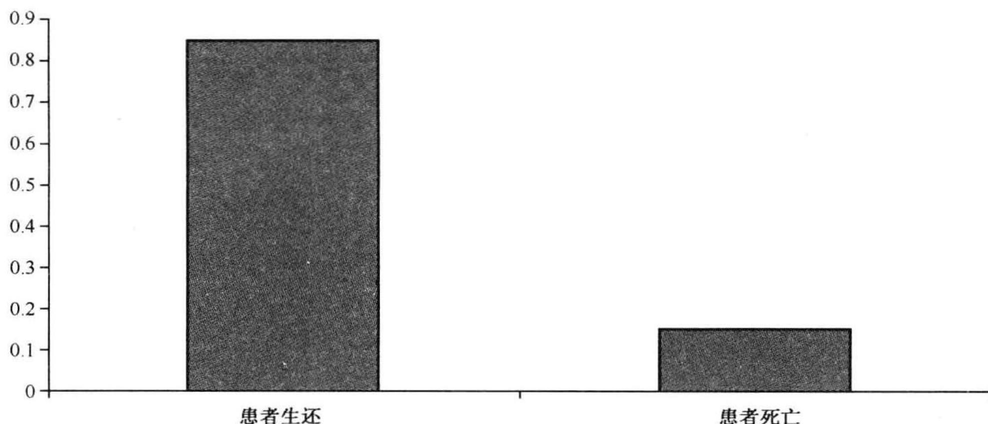


图16-1　对手术决策合理性的平均评分

资料来源：Baron 和 Hershy，1988，SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴伦和荷西提出的另一个例子与赌博有关。具体如下：

一名25岁的男士，已婚并有一份稳定的工作。他收到一份来自奎特池塘度假村的邀请函，他一直考虑在那里购置一套房产。作为造访度假村的奖励，他可以在如下两种方案之中任选其一：

方案1——直接获得200美元现金；

方案2——80%的概率获得300美元，20%的概率一无所获。

他必须将决定提前邮寄到度假村，然后，才会被告知选项2的结果——他是否最终选择方案2。

如果试验对象理性分析，通常会接受赌博，选择方案2，因为该方案的预期收益更高。当然，这里，结果同样应该不会影响到他们对决策过程的判断。但图16-2表明，在赌局赢钱的情况下，他们的评分要好于对输钱决定的评价！

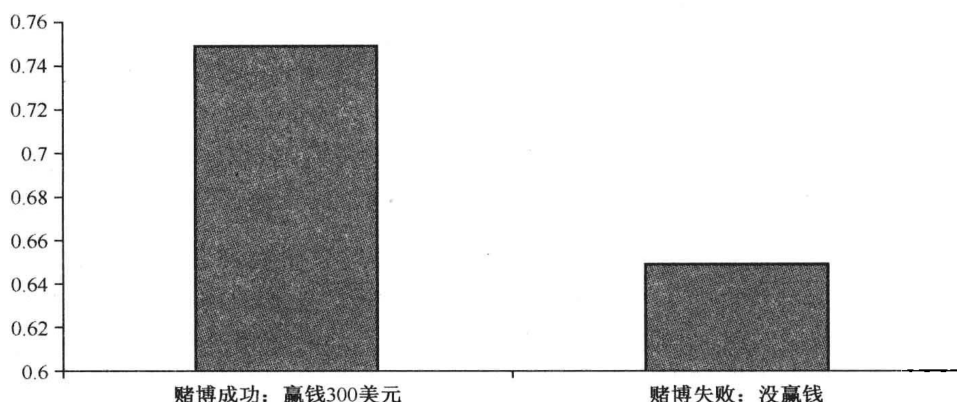


图16-2　决策的平均评分

资料来源：Baron 和 Hershy，1988，SG Equity Research。

这种对结果的迷恋以及结果偏向的影响在现实世界中随处可见。

结果的归因

心理学证据显示，关注结果可能会导致各种各样意料之外的行为。例如，在短期业绩决定一切的情况下，基金经理可能会选择最能向客户解释清楚的股票，而不是代表最佳机会的股票。

通过对归因的元研究（meta-study），詹妮弗·勒纳（Jennifer S. Lerner）和菲利普·泰德洛克（Philip E. Tetlock）在1999年指出，让人们对某种结果负责可能导致如下情况：

（1）对不确定性事物厌恶心理的增加（增加对风险水平相同、但不确定性程度较低事物的偏好度）；

（2）增加了信息的收集量和使用量（既包括有用信息，也包括无用信息）；

（3）提高了对折中性方案的偏好度，并选择更多在所有指标上具有一般性水平的产品，减少具有混合特征产品的选择（即：四个指标均接近平均值的产品要好于两个指标好、两个指标差的产品）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）提高对损失的厌恶程度。

这些特征都有助于帮助投资者决策。它们的唯一结果就是，如果以结果衡量每个决策的质量，那么，基金经理就更有可能规避不确定性、追逐市场噪声以及追随群体意见。我认为，这绝非这个行业创造良好业绩的方法。

过程归因

不过，如果我们把视野的焦点从结果转移到过程，事情就会有所改善。1992 年，艾特马·西蒙森（Itamar Simonson）和巴里·斯陶（Barry M. Straw）针对关注过程优于关注结果的结论，为我们提供了经典证据。

他们要求研究参与者分析一家准备在欧洲地区分销其非酒精啤酒和淡啤酒（都是能让我产生反感情绪的东西）的美国酿酒公司。他们得到的数据显示，两种产品的测试器几乎完全相同。试验对象要求确定哪种产品应得到 300 万美元的追加投资。试验说明很清楚：应以追加投资为产品和公司创造的潜在收益为基础进行决策。

试验对象写下他们的最终决定以及对决定的简单解释。之后，他们得到如下一段说明：

您对将 3 万美元追加投资提供给（您选择的品质：淡啤酒/非酒精）的建议已被公司总裁采用，并付诸实施。在下一页里，您将会看到，投资结果非常失望。

数据显示，试验对象所选产品的销售额和利润在初期表现良好，然后开始下跌，而后则持续停留在低水平状态。同时还提供了另一种产品的销售额和利润情况。该产品的销售额和利润也表现为初期上涨，然后下降，但最终停留在高于实验者选定产品的水平之上。

而后，参与者被告知，公司已经决定再次提供 1 000 万美元的资金支持。但这一次，全部资金将在两种啤酒之间按一定比例进行分配。试验对象的任务就是确定这 1 000万美元的分配比例。

此外，试验对象还获得如下信息：①他们所获得的信息，足以保证一名商学院学生能据此作出合理决策（“基准”情况）；②如果他们作出的决策极佳或极差，其他学生和老师将知晓他们的投资业绩。此外，实验者还告诉他们，他们的业绩最终将取决于决策结果（称为“结果的归因”）；③试验对象知道，他们的评价结论将依赖于决策策略的实施情况，而不是这些决策的结果。他们还知道，如果他们采用了极佳或极差的决策过程，其他学生和老师将知晓这些情况（称为“过程的归因”）。

如图 16-3 所示，这些试验对象的分配结果差异显著。以结果为基础确定资金分配比例的对象，决定把 580 万美元分配给最初选定的啤酒产品。这是沉没成本谬误的典型事例。这种倾向会导致人们用已发生的不可恢复成本确定目前的决策。

相比之下，基准情况下的试验对象则基本采取了一视同仁的态度，对第一轮选定产品的投资额约为 510 万美元。但是，被告知以过程而不是结果为基础进行检测的试验对象，则作出了更理性的决策，他们仅为已选定产品提供了 400 万美元，并把大部分资金提供给更受市场欢迎的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

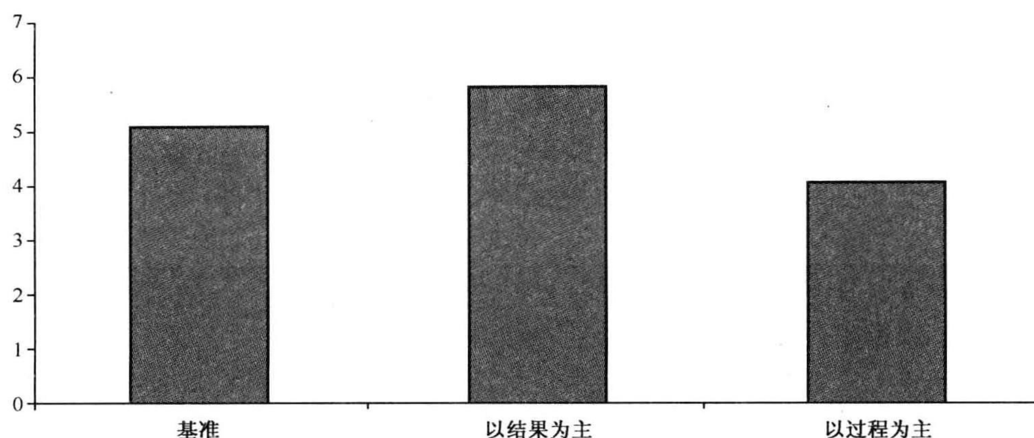


图 16-3　分配第一轮选中啤酒产品的资金量/百万美元

资料来源：Simonson 和 Straw，1992，SG Equity Research。

◇ 结论

在投资业绩较差时，压力往往会迫使我们改变决策过程。但是，合理的过程可以带来低劣的结果，而糟糕的过程同样可以造就优异的结果。或许我们更应该牢记约翰·邓普顿爵士的话："需要反思投资方法的时候，应该是你最成功的时候，而不是你犯下最严重错误的时候"。或是像本杰明·格林厄姆倡导的那样，"价值投资方法在本质上是合理的……它让你坚持原则。只要坚持价值方法，就不会误入歧途"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

当心“实干家”㊀

面对罚点球的守门员和投资者有什么共同之处呢？答案是，他们都趋向于出击。他们觉得必须做点什么才合适。但是，静观其变也是一种选择。有的时候，持有现金是最佳选择，但这始终是很多基金经理最讨厌的事情。想想萨缪尔森的建议或许会对他们有好处：“投资应该是乏味的，不应该激情四射。投资有如看着油漆一点点地风干，或是青草慢慢地成长一样”。

- 假设你是一个面对罚点球的守门员。你根本就猜不出罚球者会把球踢向哪个方向。那么，你到底应该向左扑出，向右扑出，还是站在原地不动呢？
- 大多数职业足球守门员都会选择向左或是向右扑出。实际上，在94%的情况下，守门员会选择一个方向扑球。如果看一下扑出点球的百分比，我们就会发现，最佳策略（假设罚球者的罚球习惯不变）就是站到球门的中央！因此，守门员表现出明显的行为偏向。
- 来自市场的实证数据表明，投资者也具有行为偏向。例如，在一个股票基础价值易于计算并禁止转手交易股票的假想市场上，就不会出现价格超过基础价值的交易。但在这些实验中，却一再出现大量超过基础价值的交易。但这些交易没有任何意义，因为它不可能为交易者带来任何利润。既然股票转手交易是违法的，那么，人们在交易时就不可能寄希望于利用别人的愚蠢。他们只是在用交易打发无聊——行为偏向（action bias）无时不在！
- 沃伦·巴菲特曾把投资比做一场精彩纷呈的棒球比赛，裁判永远不会要求你一定要投球或是击球。实际上，投资者完全可以站在击球台上，看着投手投出的球从自己身边飞过，耐心等待那个进入“甜蜜点”、最适合自己出击的那个球。不过，就像塞斯·卡拉曼说的那样，“大多数投资者认为自己必须击打每一个来球，对他们来说，重要的不是选择性，而是频率”。
- 投资大师鲍勃·科比（Bob Kirby）曾建议，我们应采取“咖啡罐式组合”策略，投资者在买进股票之后，就不要再轻易触动它们——他把这种策略称为“消极性的积极”（passively active）。但科比也指出，这种方法不可能被广泛接受，因为“它可能会显著改变我们这个行业的结构，当然，更会大量减少可以通过基金管理这个行当维持奢华生活的人”。我很赞同这个观点！

㊀ 本文首次刊登于2008年1月7日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些人可能还不知道，“实干家”（Action Man）是一款儿童版士兵形象的玩具，也是我小时候最热门的玩具之一。他就是男子汉的代表。但有一次放学之后，我发现妹妹居然绑架了我的“实干家”，强迫他和灰姑娘娃娃玩起过家家的游戏，这让我很失望，以至于我整整一周都没有碰过它！但抛下儿时的情结，回到我们现在的主题：你希望让“实干家”打理自己的投资组合吗？

◇ 守门员都是“实干家”

提到实干，我们大多会想到球队中的球星，但提到点球，守门员才是真正的实干家。亚洲及南太平洋运动心理学会副主席米基·巴尔-艾利（Miki Bar-Eli）等人的近期研究（2007）揭示出守门员在扑点球时的一些有趣现象。在足球比赛中（我对这项运动几乎一无所知），如果裁判对一方判罚点球，罚球队员将在距离球门 11 米的位置进行罚球，这是守门员与罚球者之间的简单对抗。守门员只有在罚球者触球之后才能移动。

如果我们假设每场比赛平均进 2.5 个球的话，那么，每一次点球判罚（进球率为 80%）都将影响到比赛的最终结果。因此，和很多心理实验不同的是，点球的影响至关重要。

研究者通过全球顶级联赛及国际级比赛的点球情况进行检验，共计发现 311 个点球。他们采用三个人对罚球者的踢球方向及守门员的扑球方向进行独立判断。为避免混淆，所有方向的确认均以守门员的视角为准。

根据巴尔-艾利等人的研究数据，表 17-1 显示出不同踢球和扑球方向所占的比例。我们基本可以认为，踢球者的踢球方向在向左、向右和中央这三个方向上平均分布，均为 1/3 左右。但守门员的扑球方向则表现出明显的行为偏向，他们要么向左扑出，要么向右扑出（约占全部罚球次数的 94%），极少会选择站在球门中央不动。

表 17-1 踢球和扑球方向的组合

		扑球方向			
		左侧	中央	右侧	合计
踢球方向	左侧	18.9%	0.3%	12.9%	32.2%
	中央	14.3%	3.5%	10.8%	28.7%
	右侧	16.1%	2.4%	20.6%	39.2%
	合计	49.3%	6.3%	44.4%	100.0%

资料来源：Bar-Eli 等人，2005。

但是，为了评价行为的“最优化”程度，我们还需要知道守门员在这些踢球和扑球组合上的成功率。具体见表 17-2。显然，最佳策略就是以静制动，守门员站在球门中间扑出点球的几率是最高的，达到了 60%，远远高出向左或向右扑出时的成功率。但守门员却很少会遵守这个最佳策略，只有 6.3% 的时间会选择站在球门中间！守门员表现出的行为偏向，显然是一种次优化的行为模式（当然，只要按上述的踢球方向分布特征，守门员站在球门中央才是最佳选择。当所有守门员都把站在中央作为第一选择的时候，踢球者也会改变行为模式，选择向左或是向右踢球）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-2 防住点球的成功率

		扑球方向			
		左侧	中央	右侧	合计
踢球方向	左侧	29.6%	0.0%	0.0%	17.4%
	中央	9.8%	60.0%	3.2%	13.4%
	右侧	0.0%	0.0%	25.4%	13.4%
	合计	14.2%	33.3%	12.5%	100.0%

资料来源：Bar-Eli 等人，2005。

这种行为偏向的原因似乎在于，它们被认为是行为规范。守门员大多会认为，无论是向左扑出，还是向右扑出，至少表明他在全力以赴，而站在球门中央，看着对手射向左侧或右侧的球破门得分，会让他们感到无法接受。巴尔—艾利等人通过对顶级守门员进行的问卷调查，验证了这一点。

◇ 投资者与行为偏向

要了解行为偏向在投资者身上的体现，我们首先需要了解一下经济学，尤其是实验性资产市场的实验室试验。

这些巧妙的新发明可以向我们深入浅出地揭示人们在现实金融市场中的行为方式。这些市场非常简单——仅仅由一项资产和现金构成。资产就是定期支付股利的股票。股利的支付取决于具体情况（四种情况）。每一种情况的出现几率完全相同（即，在任何期间内，每一种情况的出现几率均为 25%）。

表 17-3 显示了股利及其对应的几率。通过这些数据，我们可以轻易地计算出这项资产的预期价值（只需将股利乘以对应的几率，然后再乘以剩余时间段的数量即可）。

表 17-3 实验性资产市场中的股利与概率

概率	股利
0.25	57.5
0.25	37.5
0.25	27.5
0.25	17.5

资料来源：Lei 等人，2001。

图 17-1 显示了这项资产的基础价值。很明显，它的基础价值随时间而降低，即：每一期预期支付的股利随时间的推移而减少。现在，你或许会认为，这是一种易于交易的简单资产。但是，实证证据却恰恰相反。

图 17-2 为某个此类市场的典型结果。这些资产的价值最初被明显低估，然后迅速上涨，明显高于公允价值，在最后期间，再次快速回落到基础价值。

这只不过是一个泡沫从形成到破裂的简单过程而已。那么，这到底和行为偏向有什么关系呢？当然不无关系，上图所示这个有趣的实验性资产市场模拟实验来自维维安·雷（Vivian Lei）、查尔斯·普罗特（Charles Plott）以及查尔斯·诺萨尔（Charles Noussair）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

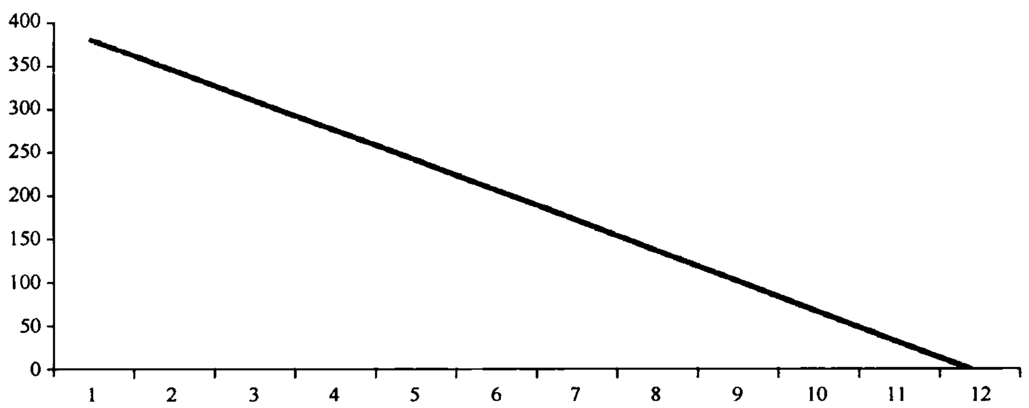


图 17-1 股票在实验性资产市场中的基础价值

资料来源：Lei 等人，2001。

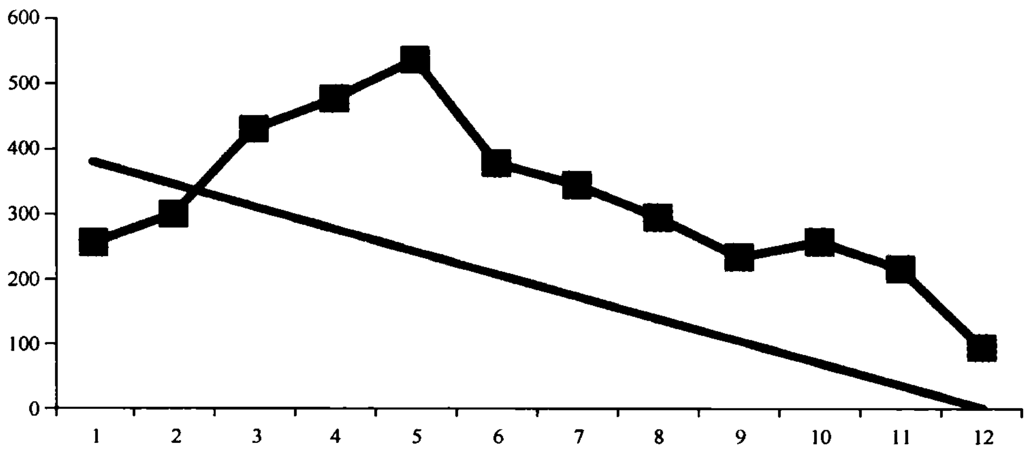


图 17-2 实验性资产市场中的泡沫

资料来源：Lei 等人，2001。

在这个实验中，只要买进股票，你就不得再转手交易这些股票。这就排除了驱动泡沫形成的"竞傻"理论。也就是说，由于你不能转卖这些股票，因此，以高于公允价值买进股票、然后通过以更高价格卖出股票赚取收益的想法也就没有立足之地了。实际上，参与者只是在用交易打发无聊！因此，投资者也会表现出行为上的偏向。

◇巴菲特的"最佳击球"

这种行为偏向的疯狂之举与沃伦·巴菲特等"完美一击"的建议形成了鲜明对比。他喜欢把投资比作棒球赛，唯一的不同就是在投资中，没有裁判要求你必须挥棒击球。因此，投资者完全可以站在击球台上，看着投手投出的球从自己身边飞过，决没有必要强迫自己去击打每一个球。但是，就像塞斯·卡拉曼在《安全边际》（*Margin of Safety*）中所说的那样："大多数投资者认为自己必须击打每一个来球，对他们来说，重要的不是选择性，而是频率。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 糟糕业绩是行为偏向的催化剂

行为偏向的最后一个方面尤其值得注意——这种心理倾向在损失（在投资利益表现为在一定时间内收益不佳）之后往往会得到进一步激化。荷兰学者马塞尔·齐伦伯格（Marcel Zeelenberg）等人（2002）对损失导致不作为偏向转化为行为偏向的方式进行了研究。

齐伦伯格要求实验对象考虑如下情况：

斯蒂兰德和斯特拉索夫都是足球队的教练。斯蒂兰德执教“蓝黑”队，而斯特拉索夫则是“E. D. O”队教练。两位教练所在的球队在上一场比赛中均以 0－4 告负。在本周日的比赛中，斯蒂兰德决定采取措施：他将派四个新人上场参赛。不过，在这一轮的比赛中，两支球队又再次以 0－3 失利。谁会感到更懊恼呢？是斯蒂兰德，还是斯特拉索夫？

他们分别用三种版本的文字让实验对象知晓这一情况。部分人看到的说明如上所述（即，知悉上一场比赛失利的信息），还有一部分人仅被告知上述描述的后段（即：不了解以前的比赛成绩），最后一部分人得到的版本则是两支球队在上一周比赛中获胜，但却输掉了本周比赛。

图 17-3 为某位教练感到更后悔的百分比调查结果。如果球队在上周比赛中获胜，那么，在本周比赛失利的情况下，90% 的被调查者会认为作出调整的教练会感到更后悔，这就表现为所谓的“不行为偏向”（inaction bias）或称“疏忽偏向”（omission bias）。那么，在两场比赛均失败的情况下，会发生什么呢（如上述）？此时，70% 的被调查者认为，没有采取任何措施的教练会更懊恼——因此，在面对失败的时候，人们具有极大的动力实施行为偏向。

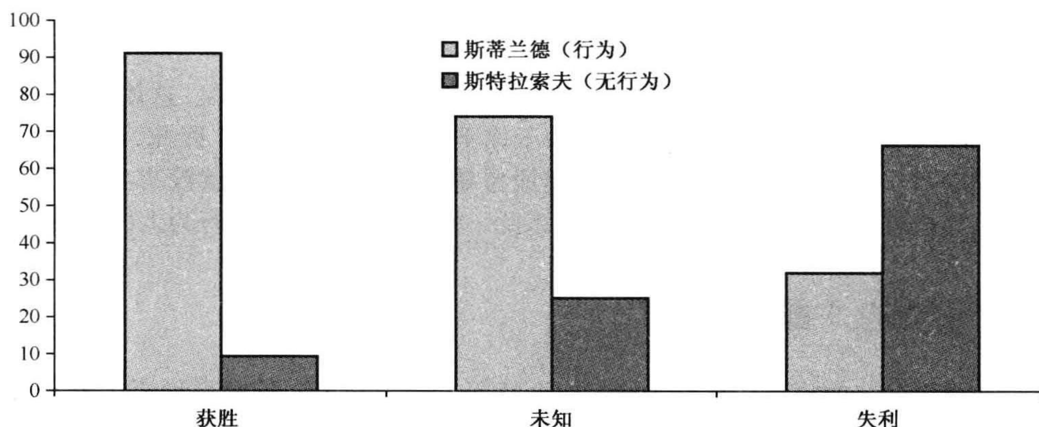


图 17-3 被调查者认为某位教练感到更后悔的百分比

资料来源：Zeelenberg 等人，2002。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 结论

心理学及实验学证据似乎非常有力地告诉我们，投资者同样易出现行为偏向。尽管他们倾向于采取“积极”的管理，但如果能记住“什么也不做也是一种决策”的话，或许会有更好的结果。正像萨缪尔森说的那样：“投资本来就应该是乏味的，不应该激情四射。投资有如看着油漆一点点地风干，或是青草慢慢地成长一样。如果你想寻求刺激，不妨带上 800 美元去拉斯维加斯，不过，即便是在拉斯维加斯、丘吉尔跑马场或者美林证券，赚钱也不是一件易事。”

传奇投资大师鲍勃·科比（Bob Kirby）曾提出“咖啡罐式组合”策略，投资者在买进股票之后，就不要再轻易触动它们——他把这种策略称为“消极性的积极”（passively active）。科比指出：

> 我认为这种方法不可能被投资经理广泛接受，因为一旦被推广，它就可能显著改变我们这个行业的结构，当然，更会大量减少可以通过基金管理这个行当维持奢华生活的人。
>
> “咖啡罐式组合”这个概念可以追溯到原始西部，当时，人们把值钱的财物放在咖啡罐里。咖啡罐本身不涉及任何交易成本、管理费用或是其他成本。而这种策略的成功几乎完全依赖于最初放进咖啡罐里的是什么，而这又取决于投资者的智慧和预见性。
>
> 这些优秀的基金经理如果什么都不做，会得到怎样的结果呢？这个问题的答案存在于另一个问题之中。我们到底是交易者还是名副其实的投资者呢？大多数出色的基金经理在本质上可能属于投资者。但是，每天都在摆弄投资结果的交易所、新闻机构和计算机，让他们变得更像交易者。他们从市场研究开始，在最有长期发展前景的行业里寻找最富吸引力的公司。然后，他们会根据每月的市场信息和形形色色的市场传言，每年两三次交易这些公司的股票。

法国哲学家布莱士·帕斯卡（Blaise Pascal）的话或许最有说服力：“人类所有的悲剧，都源于他们不能独处静坐。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

看涨偏好与必不可少的怀疑——难道是抑郁症？[㊀]

人类是一个本性乐观的生物群体。约有74%的基金经理认为自己的工作表现超过平均水平，70%的市场分析师认为他们在预测收益方面的能力超过同行，而且9%的投资建议是抛出！在一定程度上，这种看涨偏好源自人类看重事物积极面的心理倾向；另一方面，它也是自我服务偏向（self-serving bias）[㊁]和动机性推理（motivated reasoning）[㊂]的作用结果。抵御这种看涨偏好诱惑的最好办法，或许就是永远对经验主义持怀疑态度——随时以现实检验自己的思想。

- 在巨蟒组合的舞台剧《万世魔星》（*The Life of Brian*）中，被钉在十字架上的人齐声高唱"永远不忘生活的闪光面"。绝大多数人都应该赞同这种世界观。似乎每个人都认为，他们更有可能承蒙好运的庇护，远离厄运的侵袭。
- 这种看涨偏好源自何处呢？它们的部分源泉在于人的本性。这就是说，人类的进化途径就是趋于乐观。石器时代的悲观主义者绝对不会去狩猎乳齿象这样的庞然大物，他们觉得那是以卵击石。在面对疾病之类的坏消息时，相比于悲观者，持乐观态度的人往往更有能力应对现实。实际上，在人的大脑中，生成乐观偏向的部分与更原始的X系统（决策过程中更具情感色彩的部分）的联系，远比它与更具逻辑性的C系统更为密切。
- "自我服务偏向"和"动机性推理"进一步强化了追求乐观的自然倾向。比如，如果我们在早晨起床之后跳上体重计，如果不喜欢体重计的读数，你就会跳下来，然后再跳上去——这一切，只是为了确认我们已经旧貌换新颜。但是，如果体重计的读数低于我们的预计，我们就会满心欢喜地离开体重计，走进浴室，让我们心情舒畅，对未来充满遐想。这就是动机性推理。我们非常善于接受符合自己心愿的信息，质疑任何与我们背道而驰的信息。
- 了解这种动机性推理（它似乎同样植根于执掌潜意识的X系统）的最好方法，就是对经验主义持怀疑态度。也就是说，如果你相信某个事物是正确的，那么，就一定要用尽可能多的经验数据去检验它。看看你的公司在未来10年实现40%的EPS年均增长率到底有多大的可能性。
- 最后一点值得注意的是，大量证据显示，那些被临床诊断为抑郁症的人，恰恰是能客观看待周围世界的人，他们对自己的能力不抱有任何非分的幻想，因而，他

㊀ 本文首次刊登于2008年2月12日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

㊁ 把自己的成功归因于内部因素，如能力或努力，而把失败归因于运气等外部因素的心理倾向。——译者注

㊂ 用以往观点或偏好决定当前决策的心理倾向。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们会失望，会感到抑郁！因此，当投资者在面对毫无吸引力的选择时，要么会情绪低落，客观地看到事物的本来面目，要么不切实际地欺骗自己，快乐依旧。我个人认为，最好的解决办法是，你可以在工作上被诊断为抑郁症，但回到家里就要快乐而富于幻想。

乐观主义似乎是人类精神世界中根深蒂固的一部分。我曾经对500多位基金经理进行过调查，了解他们是否认为自己在工作中比一般人更优秀，居然有74%的人作出了肯定的答复。实际上，很多人的回答是这样的："我知道每个人都认为自己高人一筹，但我确实高人一筹"。

这种秉性不仅仅属于我们这个行业。在教学过程中，我发现，80%的学生认为自己会成为班级中的佼佼者。希瑟·兰奇（Heather C. Lench）和彼得·迪托（Peter H. Ditto）在2008年的一篇论文中，对人类趋向于得出乐观结论的心理偏向进行了研究。

在他们的第一轮试验中，兰奇和迪托为试验对象描述了一系列未来事件。每个事件均按照经验证据被赋予一个概率，这些数据的来源为全体试验对象（至少是这样告诉每个人）。之后，让他们按从1（非常不可能）到9（非常可能）的顺序对他们是否会在未来生活中遇到该事件的可能性打分（见图18-1）。

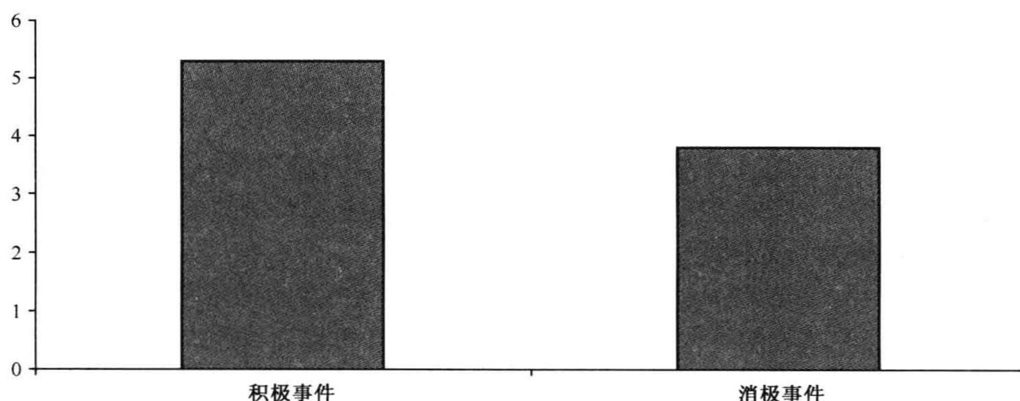


图18-1 对积极事件和消极事件发生可能性的平均评价（1 = 非常不可能，9 = 非常可能）

资料来源：Lench 和 Ditto，2007。

一半参与者得到的是三种可能性（高/中/低）的乐观描述，例如，60%的人永远不会遭遇严重失业问题，40%的人在入职时的起薪将超过6万美元，15%人的寿命将超过90岁。

另一半参与者得到的则是悲观型陈述。因此，他们得到的信息是：60%的人将会遭遇严重的失业问题，40%的人在入职时的起薪将低于3万美元，15%人的寿命不会超过40岁。

尽管实际情况是每一种事件的基本统计比率相差无几，但乐观偏向的存在，依然导致出现积极事件的可能性分值远远高于消极事件。

兰奇和迪托认为，乐观倾向很可能是人类的固有缺陷。在人的思维系统中，它们是最快、最早参与决策过程的系统（详情参阅《行为投资学》第1章）。为了明确乐观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情绪对行为的先导作用，兰奇和迪托设计了一个可调整时间限制的试验。实验表明，在时间压力下，X 系统往往会先行启动，因此，如果说乐观心理是人类的基本心理状态，那么，时间限制反而会进一步强化这种心理状态。

这一次，试验对象坐在计算机屏幕前，屏幕上显示关于未来事件的文字描述。他们可以随时按下“是我”和“不是我”这两个按键中的一个。发生率及对应事件并排显示在一起。所有事件显示时间要么为 1 秒，要么为 10 秒。全部试验共采用 6 个积极事件和 6 个消极事件。试验结果如图 18-2 所示。

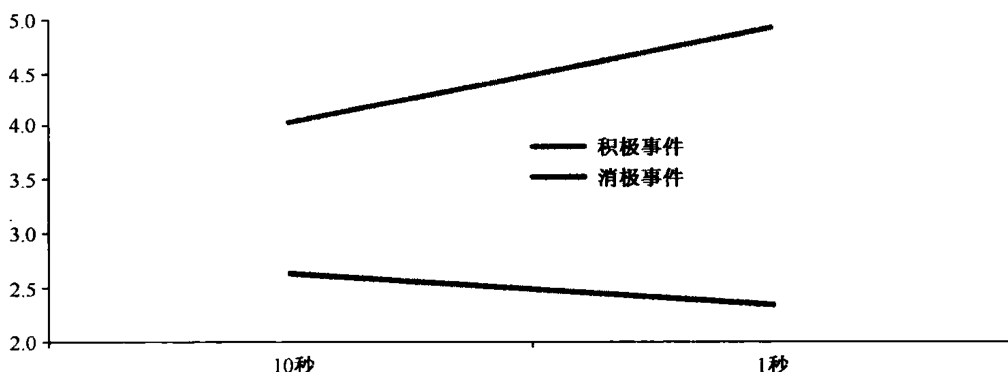


图 18-2 时间限制对积极事件和消极事件的影响

资料来源：Lench 和 Ditto，2007。

在留有足够时间供参与者考虑这些事件时，他们的回答是，在 6 个积极事件中，有 4 个会光临他们，而在 6 个消极事件中，只有 2.7 个会降临到他们头上。在限定时间的情况下，积极事件的光临频率提到 4.75 个，而遭遇消极事件的数量则减少至 2.4 个！这显然符合乐观情绪为主导型反应的观点。

此外，纽约大学伊丽莎白·菲尔普斯（Liz Phelps）等人最近的研究（见 Sharot 等人，2007）也验证了乐观是人类本性的观点。他们让试验对象考虑以前和未来的好事和坏事，与此同时，对他们的大脑进行扫描。在想象未来的积极事件（相对于消极事件）时，大脑的两个关键部位表现得极为活跃——大鼠前扣带皮层和杏仁体。这两个部位均与情感处理有关，通常为 X 系统的神经相关物（详情参阅《行为投资学》第 1 章）。

◇ 金融领域的看涨偏好

大量证据表明，我们这个行业到处都充斥着看涨偏好。例如，图 18-3 显示了买进、抛出及持有在全部投资建议中的百分比。非常奇怪的是，约 91% 的投资建议均为卖出或买进，持有比例仅有 9%。

分析师的预测则是另一个乐观情绪泛滥的例证。图 18-4 按分析师的 5 年期收益增长率预测对股票进行分类。前 1/5 股票的预期增长率最低（年均增长率约为 6%），而最后 1/5 股票的预期增长率最低（年均增长率超过 22%）。黑色柱形图代表 5 年之后的实际结果。在统计上，前 1/5 和后 1/5 在预期增长率上不存在显著差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

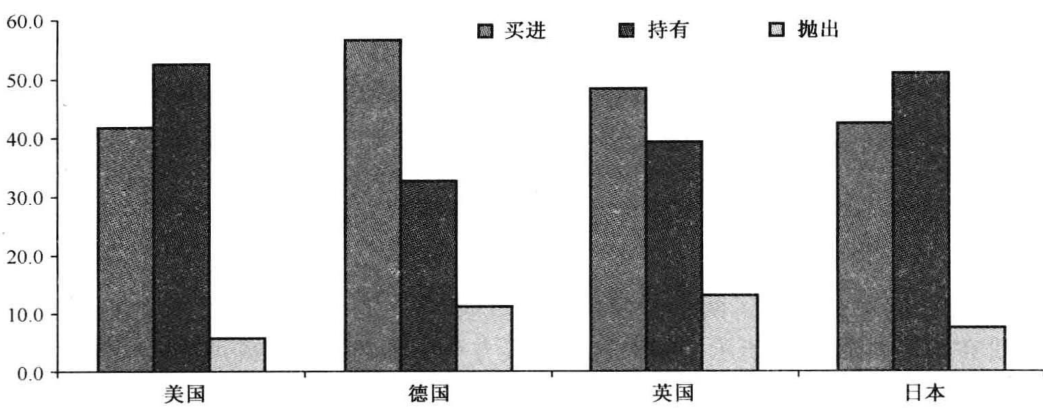


图 18-3 各类投资建议的比例

资料来源：彭博。

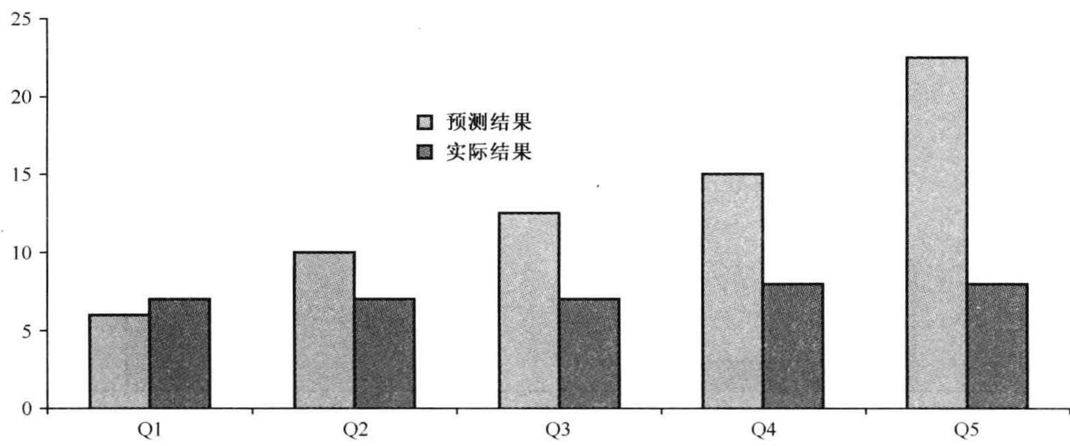


图 18-4 长期收益增长率的预测值和实际值（年均，%）

资料来源：SG Equity Research。

但需要注意的是，分析师最看好涨势的股票，往往也是让投资者失望的股票！长期的年均预期增长率约为 13%，而实际的年均增长率却只有 8%——预测误差高达 500 点！

买方分析师在预测方面似乎也好不到哪里。哈佛商学院鲍里斯·格鲁斯伯格（Boris Groysberg）等人在 2007 年撰写的一篇论文对买方分析师和卖方分析师进行了研究，结果耐人寻味。

按常理，我们应该能找到足够的案例说明，买方分析师不会像卖方分析师那样有明显的倾向性。譬如，他们与企业的财务工作基本不存在利益冲突问题，他们大多不会担心企业干预，因为他们可以动用自己管理的资产进行投资，他们的投资推荐也不需要接受公开审查。

这就是说，买方分析师本身有足够的利益动机。在最近和一些基金经理的谈话中，如何应对不持有基金头寸的分析师提出的投资建议，已经成为一个热门话题。因此，分析师诱使基金经理买进他们推荐的股票，显然是不容忽视的因素。

但是作为一个经验主义的怀疑者，一切证据都需要用实践来验证。这也是格鲁斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯格等人的研究备受瞩目的原因所在。他们掌握了来自买方公司分析师的第一手数据。当然，这里也有一个小规模样本问题：我们讨论的只是一家公司。但考虑到有证据总好于没有任何证据，因此，我们不妨接受格鲁斯伯格等人的结论——这虽然是一个由买方机构驱动的研究，但绝对是一项值得尊重的大规模研究，并对他们的结论进行检验。

格鲁斯伯格等人以“平均绝对预测误差”（mean absolute forecast error）衡量预测的准确度。他们对买方分析师和卖方分析师在 1997 ~ 2004 年期间的收益预测情况进行了检验。

对业绩的跟踪则采用了两个时间段——短期（0 ~ 3 个月）和长期（不低于 18 个月）。研究结果如图 18-5 所示。结果显示，买方分析师的预测准确度明显低于卖方分析师！在短期内，买方分析师的平均预测误差为 27%，而卖方分析师的平均预测误差却只有 6%。随着跟踪时间段的延长，预测结果的准确度不断降低。卖方的长期（不低于 18 个月）平均绝对预测误差为 38%，而买方的预测误差竟然达到了 68%！

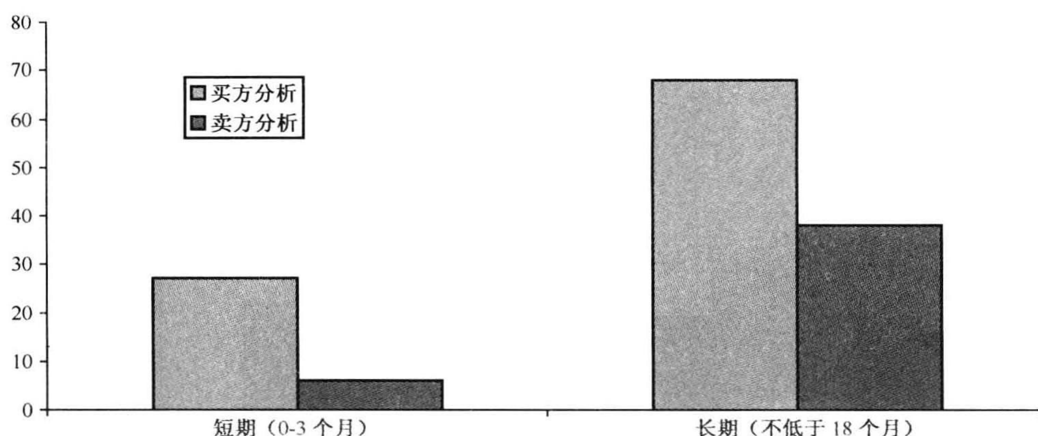


图 18-5 平均绝对预测误差（%）

资料来源：Groysberg et al，2007。

◇ 看涨预期的根源

（Ⅰ）先天禀赋

看涨偏好的来源可以划分为两大类：与先天本性有关的因素，与后天教育有关的因素。我们首先从天性开始。人类的大脑是由进化过程决定的，遗憾的是，进化的速度太漫长了。因此，我们的思想或许还适用于 15 万年前的热带草原，但肯定不适合我们今天所生活的这个世界。

我们今天所拥有的某些偏见确实具有进化学上的优势——尽管某些偏见属于史蒂芬·古尔德（Stephen Jay Gould）所说的拱肩（spandrel），即：宗教或其他进化形成的副产品。那么，乐观主义在我们这个物种的进化过程中到底发挥着怎样的作用呢？

在《乐观主义：希望生物学》（*Optimism: The Biology of Hope*，1979）一书中，加拿大人类学家莱昂内尔·泰格（Lionel Tiger）指出，在早期人类离开森林成为猎人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，很多人死去或受伤。泰格认为，人类趋向于放弃可能会与负面结果相联系的任务，因此，培养乐观精神也是人的生物适应性表现。捕猎乳齿象（一种体形庞大的史前巨象）毕竟需要极大的勇气，悲观者甚至根本就不敢想象这样的事情。

他还指出，人在受伤的时候，身体会释放出更多的内啡肽。内啡肽可以产生两种特性：它具有镇痛作用，可以减少疼痛感，产生愉悦感。泰格认为，这就是人类祖先的生物适应性，它可以让人在受伤时产生更多的积极性情绪，而不是消极情绪，这有助于促使他们在未来继续进行狩猎。

很多进化论观点都少不了吉卜林式的《如此故事》[㊀]（*Just So Story*），但乐观情绪也确实给我们带来不少好处。实际上，雪莱·泰勒（Shelley Taylor）和乔纳森·布朗（Jonathan Brown）已经发现，乐观主义者往往能比悲观主义者更好地应对坏消息或疾病（而且寿命也更长）（见 Taylor 和 Brown，1988）。因此，乐观或许是一个伟大的生活哲理。不过，它却不是一个未来的市场哲理。

（Ⅱ）后天培养——自我服务偏向和动机性推理

心理学家很早就已经提出“自我服务偏向”的概念——即，人们总喜欢采取符合自己期望的行为方式（有关详情参见《行为投资学》第 51 章）。

这种“自我服务偏向”的最佳示例，来自丹·摩尔（Don A. Moore）等人在 2002 年的研究。他们针对 139 名职业审计师进行了实验。参与者需要对 5 个不同的审计案例进行检验。他们要关注会计处理中诸多存在争议的方面，比如，无形资产的确认、收入的确认、资本化以及支出的费用化。审计师还被告知，这些案例之间完全是相互独立的。审计师的工作是随机分配的，他们要么为公司工作，要么服务于对公司进行投资的外部投资者（见图 18-6）。

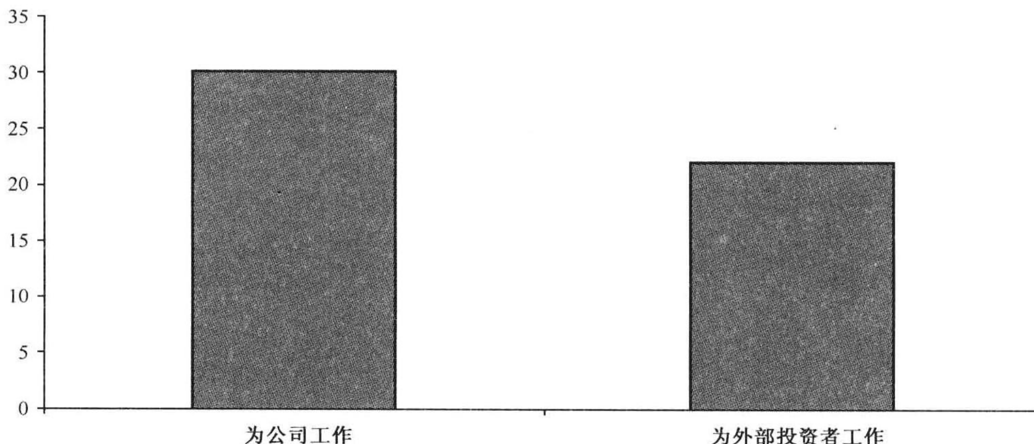


图 18-6 审计师接受不同会计处理方法的可能性

资料来源：Moore 等人，2004。

㊀ 不熟悉英国作家卢迪亚·吉卜林笔下《如此故事》的人，可以简单地认为，它讲述了很多动物为什么会变成现在模样的故事。例如，大象之所以有一根长鼻子，是因为他不听妈妈的话，到有鳄鱼的河里喝水，不巧却被鳄鱼咬住了鼻子，他使劲地挣脱，于是，他的鼻子就被拉长了，结果就变成了我们现在看到的可爱样子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和那些为外部投资者工作的审计师相比，被安排为公司工作的审计师接受可疑会计处理方式的可能性要高出31%！不要忘记的是，这是在安然会计欺诈事件败露之后的事情！

可怕的是，这种“动机性推理”并不少见。比如，如果我们在早晨起床之后跳上体重计，如果不喜欢体重计的读数，你就会跳下来，然后再跳上去——这一切，只是为了确认我们已经旧貌换新颜。但是，如果体重计的读数低于我们的预计，我们就会满心欢喜地离开体重计，走进浴室，让我们心情舒畅，对未来充满遐想。

奇怪的是，我们在生活的其他方面也能看到这种现象。彼得·迪托（Peter H. Ditto）和大卫·洛佩斯（David F Lopez）在1992年设计了一个巧妙的试验，对这种行为模式进行了检验。试验对象被告知，他们将接受体内是否存在人肿瘤相关抗原（TAA）酶的检测。他们告诉一部分试验对象，TAA酶有益于身体健康（即TAA酶检验呈阳性的人较体液不含TAA酶的人，更不易患胰腺疾病）；告诉另一部分人，TAA酶是有害的（即患胰腺疾病的概率要高出10倍）。

试验中，半数人在接受检测前需要填写一张问卷，另一半试验对象则是在检测之后填写这份问卷。其中的两个问题最为重要，第一个问题是：多种因素可能会影响检测结果，如缺少睡眠，试验对象需要列示出检测前一周经历过的类似情况；另一个问题则要求试验对象用0（完全不可靠）到10（完全精确）的分数，评价TAA酶检验结果的精确度。

图18-7和18-8为迪托和洛佩斯的实验结果。针对上述两个最重要的问题，在提供检验结果之前提问的情况下，被告知TAA酶有益和有害的两组对象均作出了基本相同的回答。但一旦向他们提供检验结果，两组试验对象的答案就相去甚远了。

与知晓检验结果前提问时相比，在得到检验结果之后，被告知TAA酶有益的试验对象提到的不规律生活习惯更少，并且认为检验结果更准确。

同样，与知晓检验结果前提问时相比，在得到检验结果之后，被告知TAA酶有害的试验对象提到的不规律生活习惯更多，并且认为检验结果较知晓结果前提问更为不可靠。这与我们在浴室里量体重的情况几乎如出一辙。因此，我们似乎更善于接受符合自己心愿的信息，忽略甚至强烈抵制我们不想听到的信息。

有趣的是，哈佛医学院心理学家德鲁·维斯顿（Drew Westen）等人在2005年发现，这种“动机性推理”与大脑内控制情绪部分（X系统）较控制逻辑部分（C系统）的联系更为密切。他们用分别向民主党和共和党支持者显示布什、科尔和一名中间派人士的讲话。然后，让他们阅读一份表现行为矛盾面的描述，说明候选人言论及其行为之间的差异。试验对象需要对这些语言和行动之间的矛盾性作出评价（用1~4）。之后，再向他们提供一份解释性描述，对这些言行之间的差异作出解释，然后，再让他们根据这些解释性描述对言行不一现象作出评价。（图18-9）。

例如，他们告诉试验对象，乔治·布什曾在2000年作出如下声明：“首先，安然董事长肯尼斯·雷是我的支持者。我喜欢这家伙。很久以前，我就已经认识了肯尼斯·雷，他为我的竞选作出了巨大贡献。在担任美国总统的时候，我就希望能像CEO经营公司那样去管理政府。肯尼斯·雷和安然就是我的榜样。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

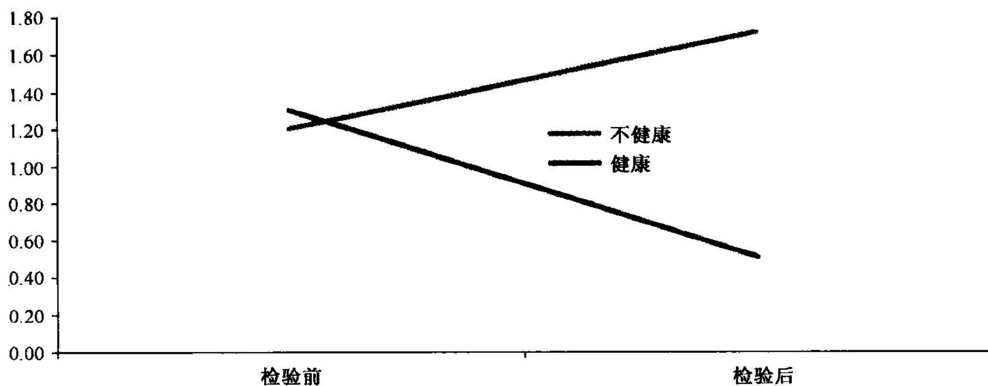


图 18-7　检验对所述不规律生活习惯数量的影响

资料来源：Ditto 和 Lopez，1992。

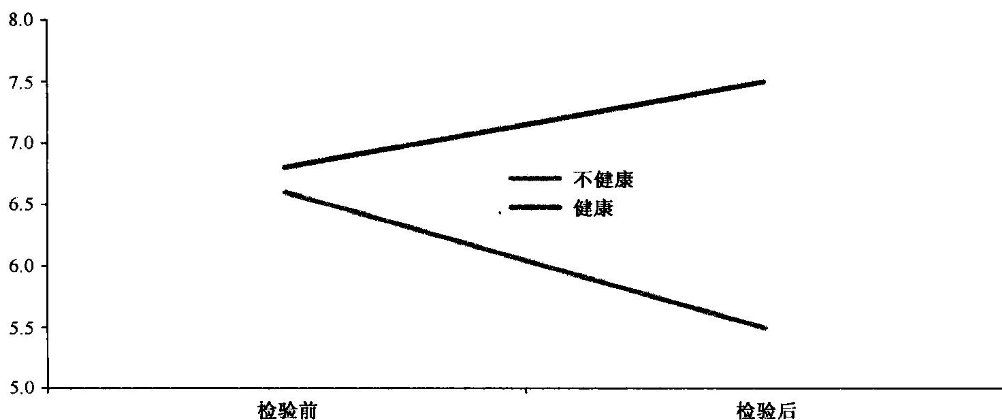


图 18-8　对 TAA 酶检验精确度的评价

资料来源：Ditto 和 Lopez，1992。

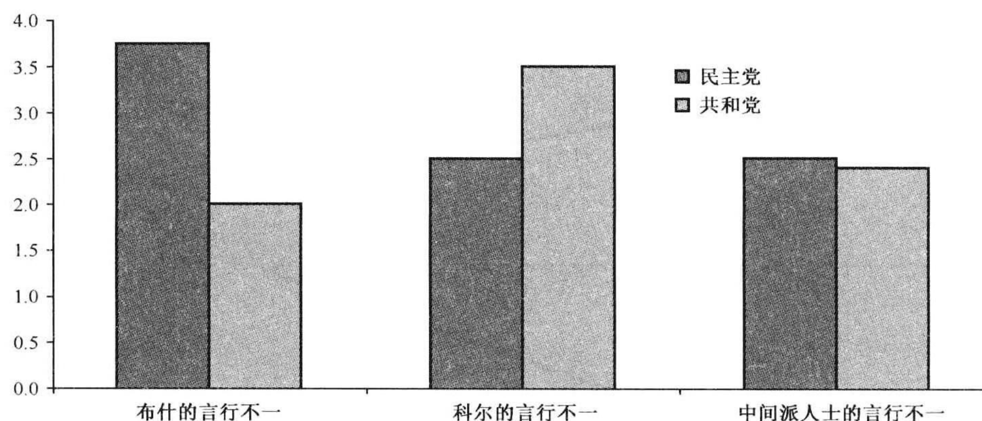


图 18-9　对行为矛盾性的评价（评分标准：1 ~ 4，分数越高，结果越差）

资料来源：Westen 等人，2005。

然后，向他们提供一份相互矛盾的行为描述，如现在的乔治·布什已对肯尼斯·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷只字不提，并且在每每提及安然公司的时候，他就会声色俱厉地严加指责。最后，他们向试验对象提供一份解释性说明："了解总统报告的人都知道，他认为肯尼斯·雷欺骗了自己，并且对安然公司的管理层舞弊深感震惊。"

奇怪的是，相比于民主党支持者，共和党支持者认为布什言行不一的程度很轻微，而对科尔的矛盾之处则恰恰相反。至于解释性说明是否能缓解言行不一这个问题，他们得到了类似的结果。

维斯顿等人发现，动机性推理的神经组织与大脑中处理情感活动部分的联系较逻辑分析部分的联系更为密切。他们指出："与动机性推理相联系的神经信息处理过程，似乎与结论中不含有明显情感因素情况下的推理差异极大。"

此外，维斯顿等人还发现，在解决了矛盾的情感冲突之后，大脑中的一个愉悦感神经中枢（腹侧纹状体）开始变得活跃。这就是说，一旦实际结果与期望出现一致，大脑就会不遗余力地奖励自己。因此，维斯顿等人得出结论："消极结果的减少……与积极结果或回报的增加相结合……再加上试验对象有充足时间得到偏向性结论，就很难改变这种动机性判断（即，双重强化）。"

长期以来，杰弗里·海尔斯（Jeffrey Hales）一直在研究投资者实施动机性推理的倾向性（Hales，2007）。在他的试验中，海尔斯要求试验对象预测一家纽约证交所上市公司（这是一家真实存在的公司，姑且不谈及其名称）的收益。所有参与者均获得介绍公司近期收益情况的报告、新闻报道以及一系列分析师预测和评论。如果预测准确，试验对象可以获得奖励。

预测的方向性（即投资者将受益于股价上涨或下跌）是随机的。其中，一半试验对象得到做多头寸，另一半则被分配做空头寸。发布信息的含义由实验者控制。一半试验对象得到的信息是，他们的投资仓位可能会产生利润，而另一半得到的结果则是可能会出现亏损。

结果显示，尽管投资者会因预测准确得到奖励，但他们希望得到的结果还是会影响到对未来收益的预测结果。图 18-10 为实验结果。如果得到任何的收益数字表明投资者的投资仓位将产生利润，那么，每个人的预测就会非常接近于这个一致性结论。

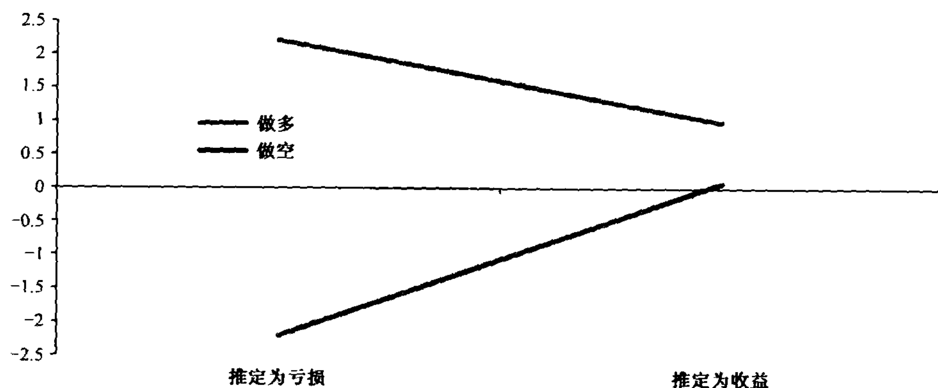


图 18-10 动机性推理对收益预测的影响（对一致性结论的偏离）

资料来源：Hales，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，在一致性结论将导致亏损时，试验对象会作出其头寸将产生盈利的预测。因此，持有多头的试验对象，最终将作出乐观性预测，而空头持有者则会作出亏损预测。

正如海尔斯所说的那样，“投资者倾向于不加思考地接受那些表明他们将会盈利的信息，否定预示他们可能会亏损的信息”。在这里，“动机性推理”的作用发挥到了极致。

◇ 怀疑是最坚实的堡垒

那么，怎样才能规避这种“动机性推理”的影响呢？和其他事情一样，这可不是挥挥魔杖就可以让偏见消失的事情。由于乐观与动机性推理都源于本能性的 X 系统，因此，我们往往意识不到它们何时会突兀而至。

不过，有证据表明，怀疑论可能是解决“动机性推理”问题的一种有效工具。心理学范畴有一种说法，如果不能消除偏见，就会一再出现偏见。这显然是在告诉我们，如果 X 系统在本能层次上运行，那么，我们就不可能启动认知体系，因此，我们唯一能做的，就是让这些偏见为我所用。

艾瑞卡·道森（Erica Dawson）等人在 2002 年指出，这种方法与动机性推理相互结合，有助于改善我们的决策过程。他们采用了“沃森选择任务”（Wason selection task）。假设你面前有四张游戏卡（E/4/K/7）。每张卡一面为字母，另一面是数字（而且我会向他们保证，这是千真万确的）。现在，你的任务是验证如下论述：如果卡的一面是字母 E，那么，在另一面必然有数字 4。假如这个推论正确的话，你会选择揭开哪张纸牌？

在普通人进行的试验中，选择正确的概率为 10%，但是在我对基金经理进行的试验中，正确率却只有 5%。在我提过的所有问题中，这是错误率最高的一个问题！

大多数人会选择显示“E”和“4”的这两张纸牌。而正确的答案却是显示“E”和“7”的纸牌。如果你翻开印有“E”的纸牌，看到背面并不是“4”，那么，你就可以证明，我是在说谎。遗憾的是，“4”这个数字本身并不能说明任何问题。我说的是 E 的背后为 4，而不是说 4 的背后为 E。定位在“4”这张牌正是“确认偏误”（confirmation bias）在作怪——喜欢寻找符合自己意愿的信息，而不是可能会证实我们犯错误的信息。

道森等人以另一种方式重新演绎了这项实验。他们让试验对象接受检测，衡量他们的情绪反应及其波动性。然后，告诉他们检测结果，并让他们阅读一篇研究检测结果与“早死”现象相关性的文章。一组试验对象被告知，早死现象通常对应较低的检测得分；而另一组则被告知，早死现象对应于较高的检测得分。

之后，他们需要提供一个样本，对先前的结论进行检验。他们得到的样本为 4 张纸牌，如上所述。在这个案例中，纸牌上标有“高分”、“低分”、“早死”和“长寿”。

有趣的是，在面对现在危险的局面时，人们往往可以更轻松地解决问题。例如，在那些得分较低并被告知低分对应于早死的试验对象中，55% 的人找到了正确的纸牌，相比之下，在高分者中，只有 10% 的人能解决问题。在得知高分对应于早死的情况下，得到的结果与上述恰好相反（见图 18-11）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

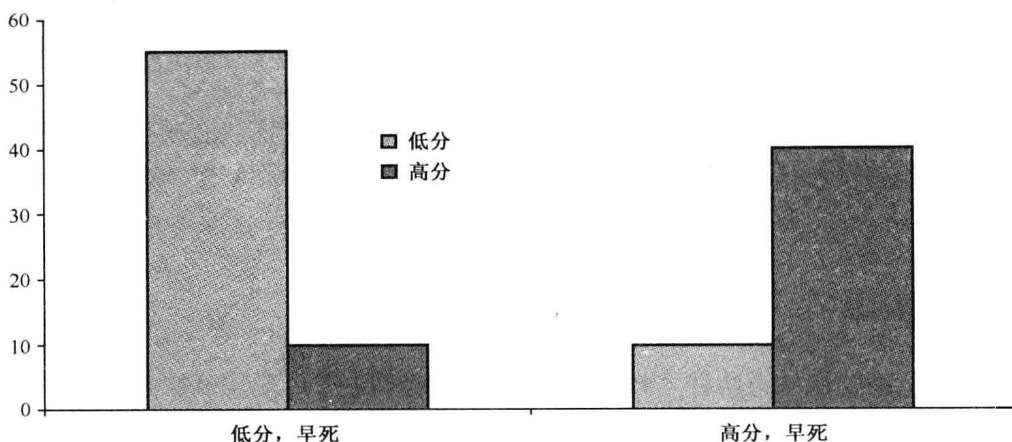


图 18-11　选择正确纸牌的百分比

资料来源：Dawson 等人，(2002)。

结论恰如道森等人所述，解决这个问题就如同反问自己“我一定要相信这个观点吗?”而不是语气更缓和的“我可以相信这个观点吗?”显然，解决第一个问题的紧迫性和责任性要远远高于第二个问题。因此，作为投资者，我们必须学会提出前一个问题，而不是盲目依赖后一个问题。

实际上，通过对一些伟大的价值投资者进行研究（见《行为投资学》第 23 章)，我发现，他们更善于提出“必须”而非“可以”之类的问题。我曾指出，由于他们大多管理着集中度较高的组合，因此，这些投资者的习惯性问题是“我为什么要做这笔投资”。然而，一旦基金经理痴迷于追踪误差和职业风险，他们的习惯性问题就会变成“我为什么不应该做这笔投资”。

◇ 循证投资（Evidence-Based Investing，EBM）的依据

最优秀的价值投资者似乎总对他们的习惯性选择持怀疑态度。不过，如前所述，怀疑最为少见。因此，我们需要学会以现实挑战信仰（有关详情见《行为投资学》第 16 章)。

这也是我所说的“循证投资”的基础。在医学界，有一门学科认为，我们应该通过实践研究来指导医疗实务。这个主张被冠以“循证医学”这样一个名字。我认为，投资界也需要这样的理念。我们不应该不加判断地肯定某种观点是正确的，相反，我更希望能看到证明这种观点的证据。

比如，毫无根据告诉我某只股票在未来 10 年能实现 40% 的年均增长率毫无意义，我需要的是大量来自企业的样本，并对结果的分布进行检验。或者说，如果你认为自己的股票可以保持当前的投入资本回报率（ROIC)，那么，不妨看一看历史记录，看看一个公司到底有多大可能性做到这一点。做一名经验论的怀疑者（或是说持怀疑态度的经验主义者更贴切）似乎是迫使我们用现实对照理论的最佳方式。在这个问题上，我们不妨牢记福尔摩斯的话：“在得到证据之前作结论，是罪不可恕的错误。削足适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

履，以裁剪实践附和理论，而不是以理论适应实践，绝对是荒谬透顶的。以不充分的证据构造站不住脚的理论，是我们这个行业的大忌”。

◇ 令人沮丧的现实主义

在诸多针对乐观情绪的研究中，最令人困惑的一个结论就是它的对立面——悲观主义和抑郁失望。很多研究人员发现，那些被临床诊断为抑郁症的人，恰恰是能客观看待周围世界的人！他们对自己的能力不抱有任何非分的幻想，而这种现实的态度又会导致他们压抑失望。

在 1979 年的一项实验中，劳伦·阿洛伊（Lauren B. Alloy）和林·阿伯拉姆森（Lyn Abramson）让试验对象待在一间有一盏灯和一个开关的房间内。在第一种情况下，当他们按下开关后，灯打开的概率为 25%，在没有按开关时，灯打开的概率也是 25%；在第二种情况下，在按下开关后，灯打开的概率为 75%，没有按开关时，灯打开的概率也是 75%。然后，单独询问他们对灯的控制程度有多大。图 18-12 为实验结果。在悲观性测试中得分较高的试验对象，对控制度没有任何不切实际的幻想，这与持乐观态度的试验对象形成了鲜明对比。

因此，当投资者在面对毫无吸引力的选择时，要么会情绪低落，客观看到事物的本来面目，要么不切实际地欺骗自己，快乐依旧。我个人认为，最好的解决办法是，你可以在工作上被诊断为抑郁症，但回到家里就要快乐而富于幻想（至少这种方法适合我自己）。

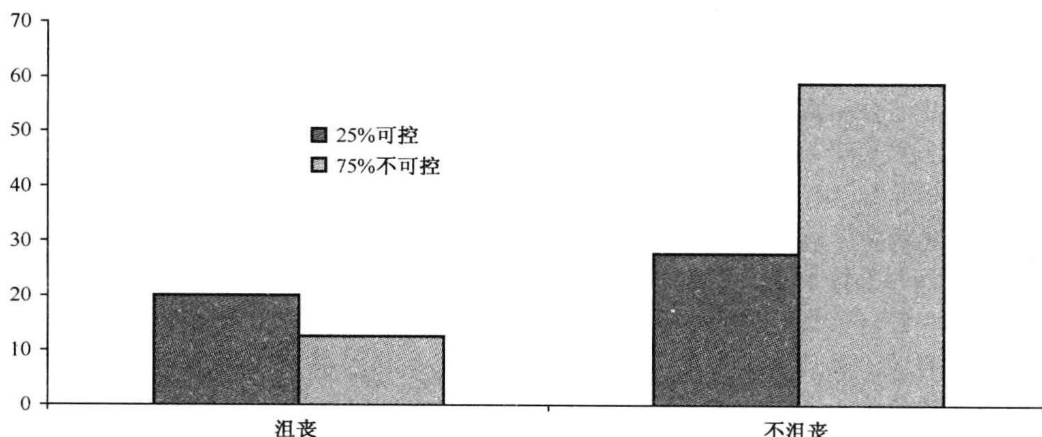


图 18-12 控制的幻觉：你在灯打开的控制时间比例（%）

资料来源：Alloy 和 Abramson，1979。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章

简单最好[一]

我们总是花掉太多太多的时间去探究越来越多的东西，而得到的却越来越少，直到我们恍然大悟：我们所知道的一切都毫无价值。但我们却很少停下忙碌的脚步，去了解我们最需要了解的东西！

- 我们这个行业一向沉迷于细枝末节。分析师们习惯于呆若木鸡似地说“我不知道”。我个人认为这样的做法一无是处。一种常见的谬论是：要作出高质量的决策，就必须掌握大量的信息。但恐怕世上没有比这更远离真理的谬论了。
- 在最新发表的论文中，克莱尔·蔡（Claire I. Tsai）等人对美式足球球迷预测比赛结果的信心和准确度进行了检验。他们发现，在仅掌握6条信息情况下的预测准确度与掌握30条信息时几乎完全一致！不过，随着信息数量的增加，信心（在各个信息数量水平上均能获得超乎寻常的正确性）则会明显提高。
- 这种大量信息处理能力的缺乏也是人类大脑中固有的认知约束。道理很简单：我们的大脑不是拥有无限计算能力的超级计算机。因此，我们没有道理去挑战自己的认知极限，而是应该去发掘我们天生的禀赋。所以说，我们根本不必去收集无穷无尽的信息，倒是应该用更多时间去剖析和掌握真正有价值的东西。
- 谈到信息超载问题，医药界和投资界似乎有异曲同工之处。在密歇根的一所医院里，医生把90%出现严重胸部疼痛的患者送进心血管疾病重症监护病房。但实际上，他们只让10%真正需要接受特殊治疗的患者进入心脏重症室，也就是说，90%的患者根本就不必进入心脏重症室。他们的诊断结果与随机抽取毫无二致。
- 这个结果的关键性原因似乎是医生们依赖的信息不正确——实际上，他们把精力耗费在年龄、性别、体重以及吸烟史等不计其数的“危险”因素上。尽管这些因素确实有助于我们确定患有心脏病的概率，但它们显然不是判断你是否真正患有心脏病的最佳工具。
- 医院采用一系列复杂的统计表格帮助医生改进诊断效果。但是，在没有这些表格的情况下，医生依旧能作出高质量的诊断。采用最简单的决策术的医生反而能得到最优结果。类似的手段同样适用于投资领域。正如沃伦·巴菲特所言，“投资虽简单，但却不容易”。

[一] 本文首次刊登于2007年12月3日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年年初，我曾在一家公司进行了一次耗时两个小时的行为决策问答培训。在培训课即将结束时，主持人走过来问我："如果让您用一个单词描述您讲授的课程，您会选择哪个词?"我脱口而出："简单。"

以前，我曾经探讨过"知识幻觉"（illusion of knowledge）[㊀]，在这次演说中，我用很多时间告诉我的客户：我们总是花掉太多太多的时间去探究越来越多的东西，而得到的却越来越少，直到我们恍然大悟：我们所知道的一切都毫无价值。但我们却很少停下忙碌的脚步，去了解我们制定一个投资决策所需要的东西!

以往，我经常用保罗·斯洛维奇（Paul Slovic）的研究结果来说明，数量并不代表质量，更多的信息也未必就是更好的信息。但是，斯洛维奇的文章发表于 1973 年，为了增加新意、避免重复，我更喜欢引用三位研究人员的最新研究——他们的成果再次验证了斯洛维奇的结论。

◇ 越多是否越好?

克莱尔·蔡（Tsai）等人在 2008 年的研究再次表明，在达到最低界限之后，更多的信息只能意味着多余的信息和恒定的准确度。他们对美式足球球迷就 15 场大学生联赛的结果和比分预测情况进行了检验。信息（完全由不参与试验的球迷选择）以随机方式分五轮显示。每一轮显示 6 条信息（称为"提示"）。

在提供的信息中，故意删去了球队名称，以剔除由此带来的误导作用。这些资料包含了诸如本方失球、反攻次数以及推进距离等统计数据。

试验的参与者是来自芝加哥大学的 30 位本科生和研究生。参与者平均花费一个小时左右的时间完成实验，他们的酬劳是 15 美元的固定收入。此外，实验人员还承诺，表现最佳者还将获得额外 50 美元的奖励。为参与本次研究，参与者必须通过测试显示他们对大学生足球联赛有足够的了解。

为了从根本上说明更多信息是否就意味更好的信息，他们对比赛预测情况采用了实际测试中未曾使用的回归分析（stepwise logit regression）。虽然这听起来有点深奥复杂，但其真正的含义不过是说：每一轮均为计算机模型提供新的信息。这就模拟出试验的真正参与者（人）所面对的环境。

实验结果如图 19-1 所示。在仅有第一轮信息的情况下（6 条提示），计算机模型的预测准确度约为 56%，随着信息量的逐步增加，到全部信息提供完毕，预测的准确度也上升到 71%。

可以说，从统计模拟的角度看，更多的信息确实意味着更好的信息。但是，对于人（而不是计算机）来说，试验却得出了一个完全不同的结果。试验参与者的预测平均准确度如图 19-2 所示。在提供的信息量达到全部信息量的 62% 之后，预测准确度几乎不再变化。在最初几轮，参与者的预测准确度高于计算机模型，只不过在统计上不具有显著性，但是在最后几轮中却不及计算机模型。

㊀ 以为预测的准确度会随信息增加而增加的错觉，见《行为投资学》（*Behavioural Investing*）的第 2 章和第 11 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

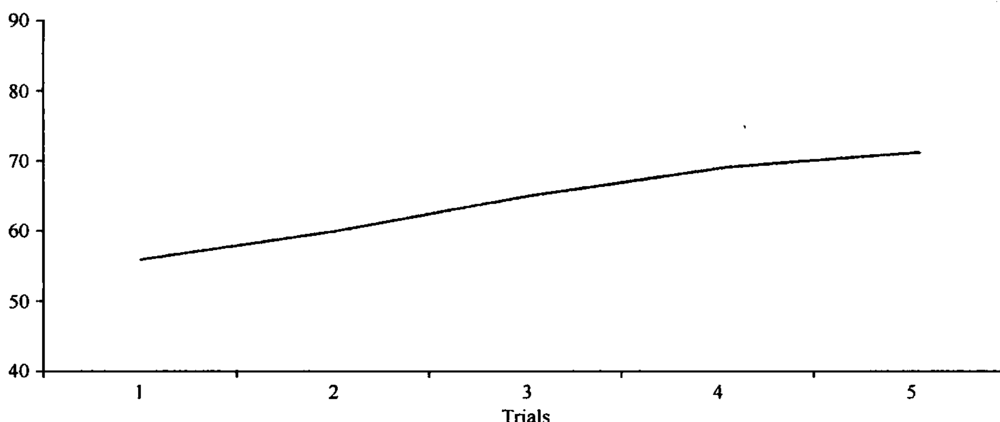


图 19-1 计算机模型的预测准确度（%）

资料来源：Tsai 等人，2007。

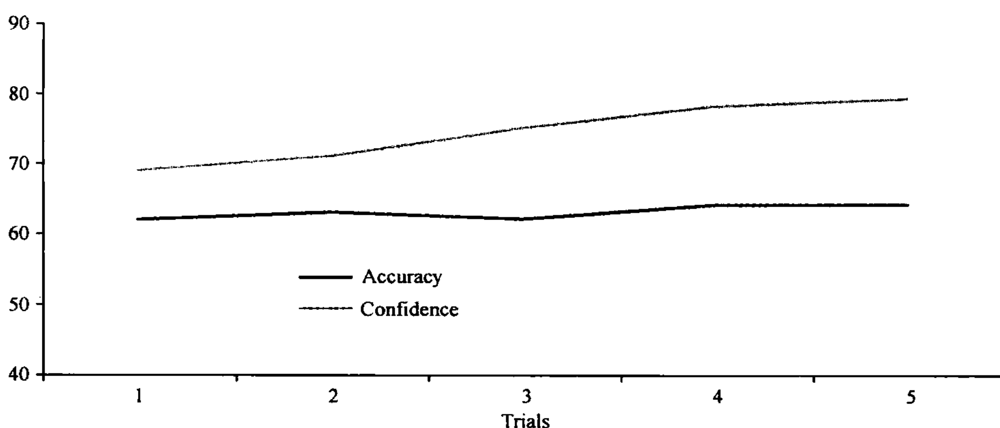


图 19-2 试验参与者的预测准确度及信心度（%）

资料来源：Tsai 等人，2007。

不过，试验参与者的信心往往会随着信息的增加而大增。在最初提供 6 条信息的情况下，参与者的信心度为 69%，到信息量达到 30 条时，信心度已经激增至接近 80%。因此，几乎和斯洛维奇最早的研究完全一致，信息量增加带来的只有信心，而不是准确度。

这一结论反映出人类思维所受到的认知约束。早在 1956 年的时候，乔治·米勒（George Miller）就曾发现，一般人的存储能力（如果您喜欢，不妨称之为“大脑的便签”）只能同时处理 7 个字节的信息（正负误差为 2 个）。

而在乔治·米勒发现人类的这个认知界限之前，英国小说家阿瑟·柯南·道尔爵士（Sir Arthur Conan Doyle）就曾借福尔摩斯之口发出如下惊世骇俗之言：

我认为人的大脑最初就像是一个空旷的小阁楼，你必须要用自己喜欢的家具装饰它。愚蠢的人把自己遇到的所有摆设都塞进这个小阁楼，于是，本来对他有价值的知识却被挤出了这个狭小的空间，最多也只是和一大堆其他东西杂乱无章地混在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，要整理这些东西就变得异常困难。但是有头脑的人在选择放进这个大脑阁楼的物料时，则会三思而后行。他只会选择那些能帮助自己做好工作的知识，但即使是这些有价值的东西，他也会分门别类，让它们错落有致地摆放在这个有限的空间里。至于认为这个小阁楼的墙壁是弹性的，它可以任意延伸拓展，这样的想法显然是错误的。因为这样的想法只会让你在增加每一条新知识的同时，忘却原有的知识。因此，最重要的就是千万不要让无用信息挤掉有用信息。

——《血字的研究》(*A Study in Scarlet*)

归根结底，人类永远不可能成为能力无限的超级计算机。因此，我们没有道理去挑战自己的认知极限，而是应该去探索发掘我们天生的禀赋。所以说，我们根本不必去收集无穷无尽的信息，倒是应该用更多时间去剖析和掌握真正有价值的东西。

◇ 简单最好，简单是福

荷兰心理学家艾普·迪克特赫斯（Ap Dijksterhuis）等人（2006）的研究成果再次验证了人类有限的思维能力。在试验中，他们要求参与者在四辆不同的汽车中作出选择。每个人都面对两种情形之一：了解每辆汽车的 4 个属性（低负荷）或是 12 个属性（高负荷）；在两种情况下，均有一辆汽车明显“好于”其他汽车，这辆汽车的 75% 属性为“优”，而其他汽车仅有 25% 的属性评价为“优”。

图 19-3 为实验参与者在两种情况信息量情况下均选择“最佳”汽车的概率。在低负荷信息量条件下，近 60% 的试验对象选择了这辆最佳汽车。但是，在面对信息超载的时候，却只有 20% 的试验对象选择了这辆最佳汽车！

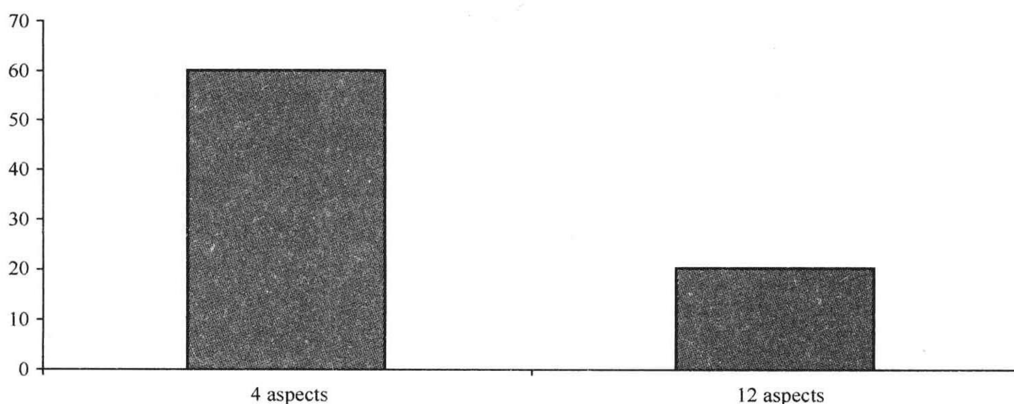


图 19-3 实验参与者选择“最佳”汽车的概率

资料来源：Dijksterhuis 等人，2007。

◇ 心脏病的启示

我在休息时经常阅读的一本书就是德国心理学家歌德·吉仁泽（Gerd Gigerenzer）所著的《本能性感觉》(*Gut Feelings*)。他对有限信息在确定初步诊断为心脏病患者是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否需要进入重症监护室方面的作用进行了研究。

这个领域最早的研究源自李·格林（Lee Green）和弗兰克·耶茨（Frank Yates）（1995）。问题出现在密歇根的一所医院。在这所特种医院里，医生通常会把90%患有严重胸部疼痛的患者送进心血管疾病重症监护病房。这就导致重症监护室人满为患，护理条件急转直下，而患者的医疗费用则急剧上涨。

把这么多患者送进重症监护室，反映出医生担心他们要对作出错误判断（即，没有把本应需要接受特殊治疗的患者送进重症监护室）付出高昂的代价。当然，您或许会说，相反的结果（即，把不需接受特殊治疗的患者送进重症监护室）同样无法接受。吉仁泽指出，在美国，每年约有2万人死于在医院内发生的传染性疾病。而且在重症监护室里，沾染传染病的概率远远高于普通病房。

对于密歇根医院的医生来说，最让他们头疼的问题就是把90%不需要接受特殊治疗的患者送进了重症监护室。他们的诊断结果与随机方法毫无区别！

◇ 原因何在？

这种情况促使我们提出这样一个问题：医生为什么难以把不需接受特殊护理的患者和需要接受特殊护理的患者区分开来呢？格林和耶茨对这个问题进行了研究。

他们的结论是，医生们在诊断时所依赖的信息是错误的。他们往往过分关注早发性冠心病家族史、年龄、男性、吸烟史、糖尿病、胆固醇超标以及高度紧张等“危险因素”。

不过，尽管这些因素确实有助于对患有心肌缺血等疾病的总体可能性作出评价，但它们的诊断价值却不大。按照格林和耶茨的说法，它们并不是有效的信息提示，而只是虚假的诊断条目。也就是说，“它们属于与诊断相关病症的附带性信息，虽然会影响到决策者对概率事件的判断，但是在区分某种诊断结果与其他可能性时并不具有客观价值”。

当然，我们可以找到更好的诊断线索。相关研究已经发现，患者病症的性质及部位、他们的心肌缺血病史以及某些特定的心电图，在确诊急性心肌缺血、梗塞以及死亡等则是更有效的依据。

◇ 是否可以另寻蹊径？

格林及其同事推荐采用标有各种诊断信息及其对应概率的卡片。医生可以使用这些表格，根据患者的症状和检查结果乘以对应的概率，从而对患有某种疾病的总体可能性进行估计。这个估计值超过某个特定的临界值，就允许患者进入心脏重症监护室，否则，常规性病房监护就足矣。

在作出这个初步决定之后，继续采用辅助手段提高医生的诊断质量。尽管出错的可能性依旧很高，但是把不需接受特殊治疗的患者送进重症监护室的概率则大大降低。

当然，这可能与所采用的诊断工具确实发挥了作用有关。但是，作为一名富有科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学严谨精神的优秀学者，格林等人认为，他们有必要对这个结论进行严格的检验。他们的做法是让医生在某几周里使用诊断工具，而后在其他几周不使用诊断工具。显然，如果说这些工具确实是改善诊断效果的源泉，我们就可以设想，在禁止使用诊断工具的几周里，医生的诊断质量将急转直下。

试验结果令人意外。无论是否使用诊断工具，医生的诊断质量均有所改善！这个意外的发现到底由于何种原因呢？是否是这些医生已经记住卡片上的概率值，并在没有卡片时继续使用卡片上的信息呢？

这似乎不太可能，因为卡片上标注的信息组合及变化五花八门，极难记忆。通过一个简单的测试，研究人员揭示出另一个不为人所关注的原因。实际上，通过以往的经历，医生们已经学会对正确线索进行适当的归纳。这就是说，在看到可用于诊断的正确条目时，医生们的注意力就会从虚假信息转移到真正有意义的要素上。他们开始寻找正确的“提示”！

◇ 简单是关键

根据这个实验，格林和大卫·梅尔（David R. Mehr）在 1997 年设计了一个极其简单易用的决策辅助工具，这套“是/否”问题显然比最初建立的概率指标简化了几个数量级。该辅助工具的结构如图 19-4 所示。

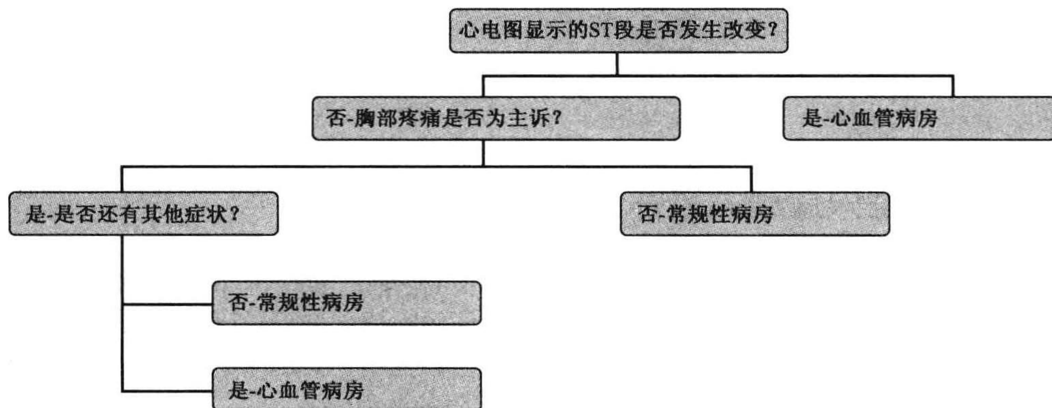


图 19-4 接收急性心肌梗死患者的决策工具

资料来源：Green 和 Mehr，1997。

如果患者的心电图出现异常（ST 段出现变化），那么，就允许他们直接进入重症监护室。否则，再考虑第二个提示：患者是否表现出足够程度的胸部疼痛症状？如果是，则允许患者进入重症监护室，以此类推。

这就让决策的关键性因素一览无遗地展现在医生面前。这个方法在实践中也极为有效。图 19-5 显示了这些诊断手段的准确性。图中的坐标轴代表这个问题的两个主要维度：心脏病患者被正确诊断并送进重症监护室的比例（纵轴）以及非心脏病患者被诊断为心脏病并送进重症监护室的比例（横轴）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

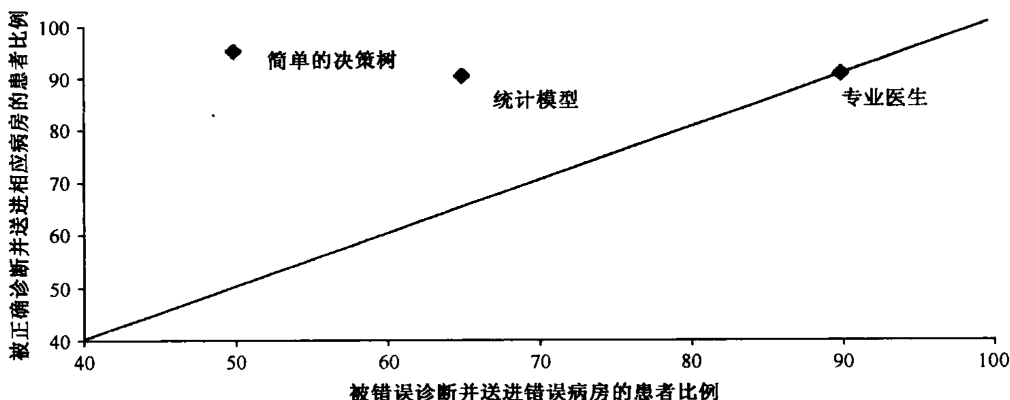


图 19-5　各种诊断方法在确诊急性心肌梗死方面的表现

资料来源：Gigerenzer，2007。

图中的45度角直线代表纯概率事件。位于这条对角线上面的点表明诊断效果超过随机决策，而对角线以下的点则表示诊断效果不如撞大运。

密歇根医院的医生在最初的表现甚至还不及撞大运（如上所述）。尽管复杂的概率模型可以产生多种多样的组合，但我还是选择最优化的组合，以确保心脏病患者被正确诊断的比例保持最高。因为它显著提高了医生的个人诊断能力，最明显的标志就是提高了心脏病患者的确诊率，并大幅减少了不必要进入重症监护室的概率。

但简单的决策树模型效果更佳。它不仅提高了更高的正确诊断率，也进一步减少了非必要的重症监护室入住率！因此，在这个问题上，简便快捷的决策过程反而更有效。

◇ 专业人士只注重关键性信息

同样需要注意的是，瓦雷利·雷纳（Valerie Reyna）和法莱尔·劳埃德（Farrell Lloyd）曾在2006年对不同层次专业人士的心脏病诊断情况进行了研究。他们发现，专业级别越高，他们作出正确判断所需要的信息数量越少。真正的专家实际上只关注那些最有价值的信息，而不是让过多的信息分散有限的注意力。

图19-6为各层次专业群体接收急性心肌梗死（心脏病，MI）和冠状动脉疾病（CAD）患者的概率之间的相关性。MI和CAD危险均对医学学生接收患者决策存在重大影响。实际上，这种情况一直持续到心血管医师层次。作为专业级别最高的群体，心血管专家则只关注患有MI的危险。这一结论再次强调了关注重要因素、而不要痴迷于追求信息数量的必要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

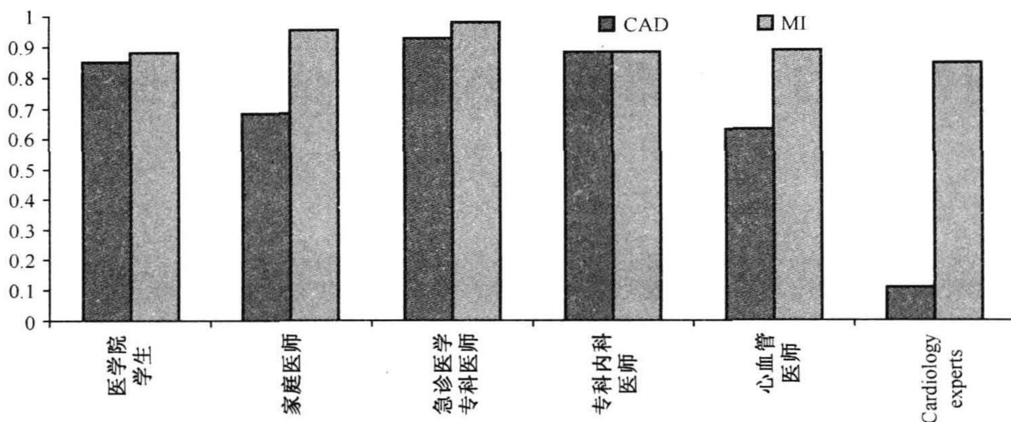


图 19-6 接收 MI 和 CAD 患者的概率相关性

资料来源：Reyna 和 Lloyd，2006。

◇ 从急救室到市场

我们再回到投资领域。书面的讨论是否有投资者值得借鉴之处呢？最近，理查德·塞勒（Richard Thaler，行为金融学的奠基人之一）把这类问题称之为“选择构架”（choice architecture）问题。其根本目的在于帮助人们调整偏差（rebiasing）、而不是剔除偏差（debiasing）提高决策质量。我一直建议投资者务必思考对投资影响最大的因素，因此，图 19-7 所示的这个便捷易用的决策树模型并不难设想，它可以让投资者始终关注最关键的元素。

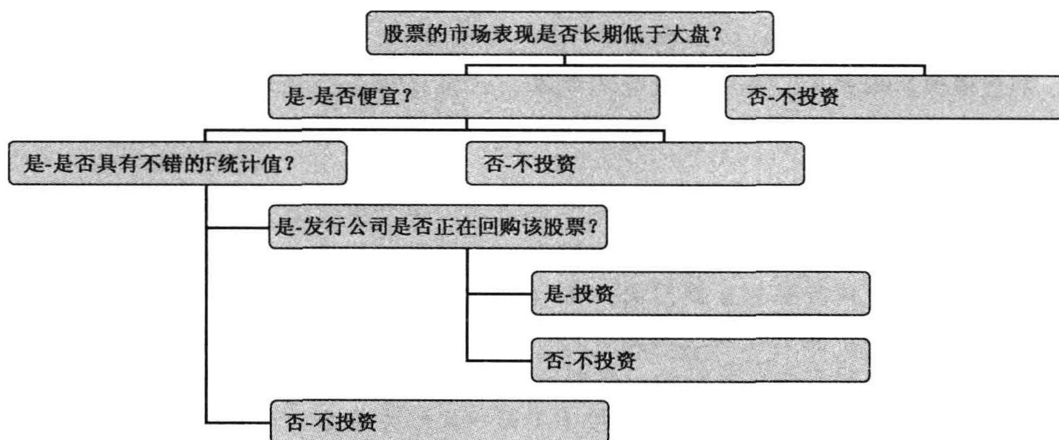


图 19-7 一个简单的逆势决策树

资料来源：SG Equity Research。

我们或许更应该建议投资者牢记沃伦·巴菲特的投资圣经：“投资虽简单，但却不容易！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章

反向投资的含混错乱与深度价值的黑暗时代[一]

今天的投资世界是深度价值投资的黑暗时代。到2008年为止，我们按格林厄姆选股原则建立的欧洲股票组合，收益率已下跌24%，这和很多优秀的长期价值投资者的业绩不谋而合。在当今这个被ADHD（注意力缺损多动障碍）型投资者操纵的世界里，绝大多数投资者只是在无谓地奔忙，因此，长期投资观点几乎注定会遭遇一定时期的黑暗时光。但投资者应该坚定信念：价值是永不消亡的。科技、媒体和通信（TMT）泡沫带给我们的一个教训，就是在投资者对那些貌似辉煌的周期丧失信心时，价值终归会光芒闪耀。而矿产股和新兴市场股就是最好的印证。

- 最近召开的一次客户见面会，让我们再次肯定，我们的深度价值选股策略正在成为主流：在当下，追寻合理的投资方法如同一场煎熬。一些顶级长期价值型基金经理的不佳业绩已经验证了这一点，到2008年为止，他们的收益率已经下降了19%。当然，他们手里依旧囤积了大量现金，他们更喜欢把价格下跌看做是买进心仪股票的大好时机（前提是基本面未发生明显变化）。
- 遗憾的是，在一个投资者似乎已经身患慢性ADHD的世界里，短期的不佳业绩必将遭受严厉的惩罚。但是，业绩不佳或许就是理性投资的副产品。布兰德斯研究院（Brandes Institute）的研究表明，最优秀的长期（10年）基金经理均在一定时期内遭受验证损失。在业绩最差的年度，这些顶级基金经理的收益率甚至出现过低于大盘近40%的罕见遭遇。即使按3年期分析，也有40%的顶级基金经理深陷业绩最差的行列。
- 但也不是没有好消息：对那些坚定价值信念的投资者来说，一线曙光已经冲破乌云，黑暗时代即将过去。如果价值投资的业绩继续维持上半年的颓势，那么，本年度将成为价值投资者最惨烈的一年（相对于成长股的表现）——甚至不及TMT泡沫破裂的那个疯狂年份！但是，对于那些依旧在痛苦中忍耐的投资者来说，他们的耐心必将得到加倍的补偿。在经历业绩萎靡不振的时期之后，价值股终将会强势反弹——奉献出年均17%（按7年期平均）左右令人炫目的辉煌业绩。
- TMT泡沫的破裂为我们预见深度价值策略重现辉煌的时间带来一些启示。当投资者对貌似成长的经济周期完全丧失信心时，便是价值策略重上顶峰的起点。这一次冲破虚假成长周期、在迷茫之中脱颖而出的则是矿产股和新兴市场股。不过，它们在聚光灯下的时间或许不会太长了。正如约翰·邓普顿爵士所言，“牛市生于

[一] 本文首次刊登于2008年7月30日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悲观，成长源自怀疑，成熟发于乐观，死亡来自狂妄”。而印度钢铁大王、米塔尔钢铁公司总裁拉克西米·米塔尔（Lakshmi Mittal）最近的荒唐谬论——“我可以胸有成竹地说，时至今日，跌宕起伏、兴衰变幻的岁月只是属于过去”，在我看来显然是荒谬的盲目乐观。

最近的市场调查表明，很多反向投资者对现实感到无比困惑，而深度价值改革也正在遭受煎熬。这一点也不奇怪，因为我自己的深度价值（deep value）股就一直在承受危机。

对于深度价值投机机会，我的划分标准就是本杰明·格林厄姆在20世纪70年代末临终前留下的选股标准。这些标准最早见于1977年《组合管理杂志》（*Journal of Portfolio Management*）的一篇文章（根据自己的需要，我又补充了三个标准）。文章指出，要对深度价值机会进行量化分析，就必须满足如下标准：

1. 动态收益率不低于AAA级公司债券平均收益率的两倍；
2. 市盈率不低于最近5年最高平均市盈率的40%；
3. 股息率不低于AAA级公司债券平均收益率的2/3；
4. 价格不高于有形资产账面价值的2/3；
5. 价格不高于净流动资产账面价值的2/3；
6. 债务总额小于有形资产账面价值的2/3；
7. 流动比率不低于2；
8. 债务总额不超过流动资产净值的2倍；
9. 10年期的年均复合收益增长率不低于7%；
10. 最近10年中，利润下降幅度超过5%的年份不超过两年。

在格林厄姆的选股方法中，最核心的概念就是适当的安全边际。也就是说，投资者应该随时了解股票的内在价值，买进市场价值较内在价值存在较大折扣的有价证券。实际上，格林厄姆本人最喜爱的选股标准就是价格不高于净流动资产账面价值的2/3（上述第五条标准）。

在当今市场，这种拥有“净营运资本价值”（Net-Nets）[⊖]的股票正在日渐增加。我找到了跨国经营的两家英国建筑公司（大盘股）——泰勒·温佩（Taylor Wimpey）和巴莱特开发（Barratt Developments），它们的经验表明，投资者正在成为整个行业的最终定价者！以泰勒·温佩、巴莱特开发以及珀西盟地产（Persimmon）这三家房地产公司为例，分析师对2008年度及次年度的预期均为超过60%的下跌，而长期增长率则超过17%！这难道还算非常悲观吗？

如果找不到拥有“净营运资本”的股票，格林厄姆认为，上述第1、3和6条标准尤为重要。标准1和3为可行有效的估值限制标准，而标准6则有助于确保股票在清算状态下仍然有一定的净值。目前，在已经通过这些深度价值标准的股票中，包括15只欧洲股票和20只日本股票，没有美国股票（仅限于大盘股范畴）。

⊖ 也称“净流动资产价值”，公司流动资产减去其全部负债后的净值。对于普通股，如果根据盈利和红利计算出来的价值或市场价格小于净流动资产价值，这种股票就值得投资。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇深度价值投资的黑暗岁月

如表 20-1 和表 20-2 所示，到 2008 年为止，这些股票的绝对收益非常可怜，其中，欧洲股票下跌 24%，日本股票下跌 15%。当然，按相对业绩，它们的收益水平与大盘相吻合。但是，我的长期读者都知道，我对相对业绩标准一直嗤之以鼻。

表 20-1　通过第 1、3 和 6 条标准的欧洲股票

公司名称	收益率	股利率	1 个月总收益	3 个月总收益	6 个月总收益	1 年期总收益
英国贝利维房地产（Bellway PLC）	11.7	3.5	7.4	-26.5	-38.4	-37.1
瑞典博利登金属（Boliden AB）	16.5	4.9	-33.0	-42.4	-30.6	-53.2
德国汉莎集团（Deutsche Lufthansa AG）	13.9	6.9	4.7	-7.6	3.0	-8.3
意大利埃尼集团（ENI S. P. A）	10.9	5.2	-6.8	-7.2	3.6	-9.1
英国家悦采购（Home Retail Group PLC）	13.1	5.7	3.9	0.7	-13.2	-26.2
西班牙伊比利亚航空（Iberia Lineas Aereas de Espana S. A.）	11.5	5.7	2.3	-29.3	-23.2	-40.4
芬兰奥托昆普不锈钢（Outokumpu Oyj）	16.6	5.7	-32.0	-45.9	-18.0	-21.6
意大利帕玛拉特乳业（Parmalat S. P. A）	14.4	6.0	-3.3	-22.3	-24.2	-32.7
英国珀西盟地产（Persimmon PLC）	17.2	6.4	-1.8	-44.3	-55.7	-54.3
芬兰劳塔鲁基碳钢（Rautaruukki Oyj）	11.2	6.7	-24.1	-27.1	-11.8	-19.4
西班牙雷普索尔公司（Repsol YPF S. A.）	10.7	4.1	-12.8	-16.1	4.1	-8.3
荷兰皇家壳牌集团 A 股（Royal Dutch Shell Cladss A）	12.6	3.6	-7.9	-4.8	-4.3	-17.6
英国汤姆金斯工程制造（Tomkins PLC）	11.5	7.7	-16.1	-27.0	-19.9	-19.9
法国道达尔石油（Total S. A.）	10.3	3.6	-7.5	-5.8	-1.1	-13.0
法国瓦卢雷克管材（Vallourec S. A.）	10.2	3.8	-13.8	7.2	38.6	0.7
平均			**-9.4/b**	**-19.9**	**-12.7**	**-24.0**

资料来源：SG Equity Research。

表 20-2　通过第 1、3 和 6 条标准的日本股票

公司名称	收益率	股利率	1 个月总收益	3 个月总收益	6 个月总收益	1 年期总收益
天田机床株式会社（Amada Co. Ltd）	9.7	2.9	-8.8	-3.3	-7.9	-17.2
旭化成化工株式会社（Asahi Kasei Corp.）	9.6	2.5	-4.7	-6.1	-15.7	-25.1
安斯泰来制药株式会社（Astellas Pharma Inc.）	9.1	2.8	-0.4	8.4	0.7	-6.2
豪雅株式会社（Hoya Corp.）	8.1	2.8	-9.1	-22.1	-32.7	-34.6
伊藤忠技术解决方案株式会社（Itochu Techno-Solutions Corp.）	7.7	2.7	2.5	6.1	15.4	-2.4
钟渊化学工业株式会社（Kaneka Corp.）	8.8	2.6	-1.4	-0.7	-11.4	-21.6
牧田株式会社（Makita Corp.）	10.2	3.1	-1.7	12.3	-0.3	-13.8
三菱瓦斯化学株式会社（Mitsubishi Gas Chemical Co. Inc.）	12.3	2.3	-10.1	3.8	-25.5	-34.4
三菱丽阳株式会社（Mitsubishi Rayon Co. Ltd）	7.5	3.4	10.0	6.0	-17.5	-34.3
日新制钢株式会社（Nisshin Steel Co. Ltd）	10.3	2.3	-8.0	-11.6	-3.7	-13.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	收益率	股利率	1个月总收益	3个月总收益	6个月总收益	1年期总收益
NTT DoCoMo 电信	7.5	3.2	5.0	3.7	-1.1	-11.2
恩瓦德时尚贸易株式会社（Onward Holdings Co. Ltd）	7.5	2.9	3.7	0.0	15.1	6.5
三共株式会社（Sankyo Co. Ltd）（6417）	7.9	2.5	-8.7	7.5	28.4	28.9
日本积水化学株式会社（Sekisui Chemical Co. Ltd）	7.7	2.5	-2.5	1.3	3.9	-4.4
神钢电机株式会社（Shinko Electric Industries Co. Ltd）	7.5	2.4	3.9	-2.6	-17.7	-35.8
昭和壳牌石油株式会社（Showa Shell Sekiyu K. K.）	9.4	2.9	3.4	8.1	24.5	-3.6
胜高半导体株式会社（Sumco Corp.）	12.7	2.4	4.0	-5.7	-9.2	-22.4
日本武田药品株式会社（Takeda Pharmaceutical Co. Ltd）	8.4	3.4	-2.3	-3.4	-14.8	-15.9
TDK 公司	9.4	2.2	-2.5	-4.6	-1.9	-20.0
平均			-1.4	-0.1	-3.8	-14.8

资料来源：SG Equity Research。

◇ 深度价值概念适用于长期投资

这是按上述选股标准选择的样本迄今以来最糟糕的业绩。但也有好消息：在长期内，深度价值标准还是适用的（见图 20-1）。实际上，在过去 20 年内的绝大部分时间里，如果按第 1、3 和 6 条标准选择欧洲股票，我们就可以获得两倍于大盘的收益率。

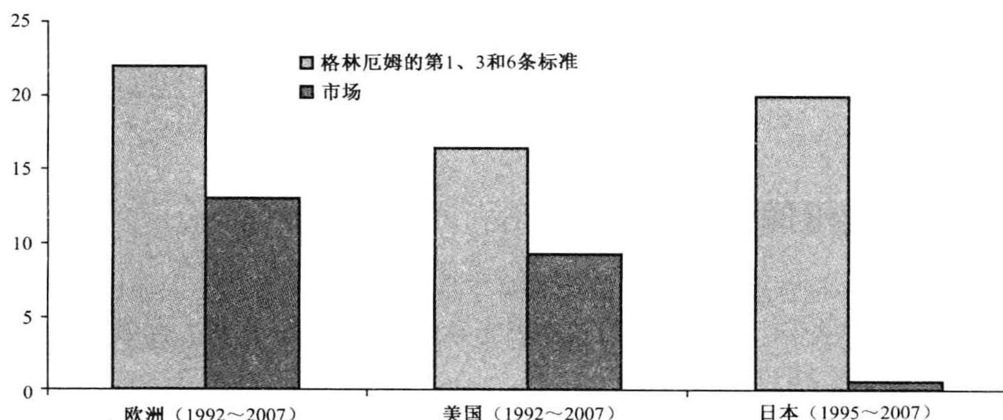


图 20-1 深度价值概念适用于长期投资（年均%）

资料来源：SG Equity Research。

美国和日本股票的收益率同样令人瞩目。在这两个市场上，我在某些年份根本就找不到同时符合这三个标准的股票。在这些年份，我假设这些股票的收益率为零——如果假定有现金收益的话，整个收益率将会更高！

◇ 失宠的价值

并不是只有我选择的股票日子不好过。根据“Gurufocus”网站提供的数据，很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶级长期价值型基金经理在过去12个月里买进的股票，均遭受了严重损失。到2008年为止，在表20-3列示的基金经理中，去年买进的股票平均下跌19%（但他们中的很多人依旧持有强健的现金头寸）。

当然，有些基金经理可能并没有感到担心——他们毕竟是长期投资者，他们更喜欢把价格下跌看成是买进更多股票的大好时机（前提是基本面未发生明显变化）。

表 20-3　以往 12 个月买进股票的业绩（%，按简单平均计算）

名称/姓名	平均收益率
布鲁斯·博考维茨（Bruce Berkowitz）	-9
查尔斯·布兰德斯（Charles Brandes）	-29
大卫·德勒曼（David Dreman）	-19
道奇考克斯基金（Dodge & Cox）	-16
埃文·格林·格林伯格（Glenn Greenberg）	-10
吉恩-迈瑞·埃韦亚尔（Jean-Marie Eveillard）	-7
马丁·惠特曼（Martin Whitman）	-35
麦克尔·普里斯（Michael Price）	-14
莫尼什·帕伯莱（Mohnish Pabrai）	-38
理查德·詹纳（Richard Pzena）	-21
罗伯特·罗德里格斯（Robert Rogriguex）	-33
鲁尼·坎尼弗（Ruane Cunniff）	-16
塞思·卡拉曼（Seth Klarman）	-9
汤姆·盖纳（Tom Gayner）	-18
特韦迪·布朗（Tweedy Browne）	-13
平均	-19

资料来源：Gurufocus。

◇ 业绩不佳是理性投资的副产品

业绩不佳往往是合理投资过程带来的副产品。比如，如果其他人都在急匆匆地猜测下个季度的收益指标，而你依旧以长期眼光寻找投资目标，那么，你或许就会发现，你正在探寻不佳业绩的罪恶根源。

实际上，布兰德斯研究院[1]的研究已经说明，即便是最优秀的长期，也要忍受一定时期的业绩不佳。通过对591位美股基金经理和147位EAFE[2]进行的检验，他们选择了近10年业绩最优秀的基金经理。在这10年里，业绩最佳的美股基金经理在年均收益率方面超过标准普尔500指数2.5%，而业绩最佳的EAFE基金经理则比摩根士丹利资本国际的MSCI EAFE指数高出4.6%。

尽管这些长期内的超水平表现令人赞叹，但他们依旧不能摆脱短期业绩不佳的命运。在表现最差的年份里，美股基金经理落后于大盘指数20个百分点，EAFE基金经理落后于大盘指数13个百分点（见图20-2）。

[1] www.brandes.com，“Death, Taxed, and Short-Term Underperformance”，2007年2月及7月。
[2] 欧洲、澳大利亚和远东的首字母缩略，从北美洲投资者的视角看，即为国际基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

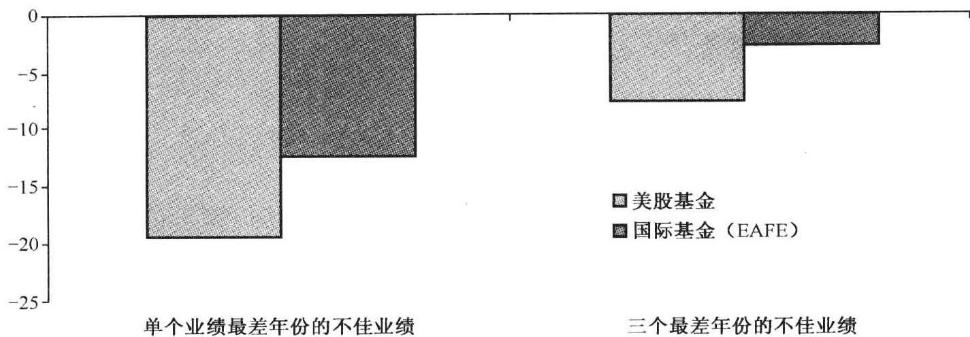


图 20-2 顶级基金经理的业绩与基准指数（%）

资料来源：Brandes，Institute，SG Equity Research。

另一方面，有些人或许会想，这些长期投资明星和他们的竞争对手相比怎样呢？图 20-3 和图 20-4 是最优秀的长期基金经理业绩排名后 50% 的百分比。在按季度衡量投资业绩时，几乎每个基金经理的排名都曾跌入到后 50%。如果按年度衡量，75% 的优秀基金经理都曾名落孙山。即便是按 3 年期衡量，最优秀的基金经理落入后 50% 的概率也达到了 20% ~30%！

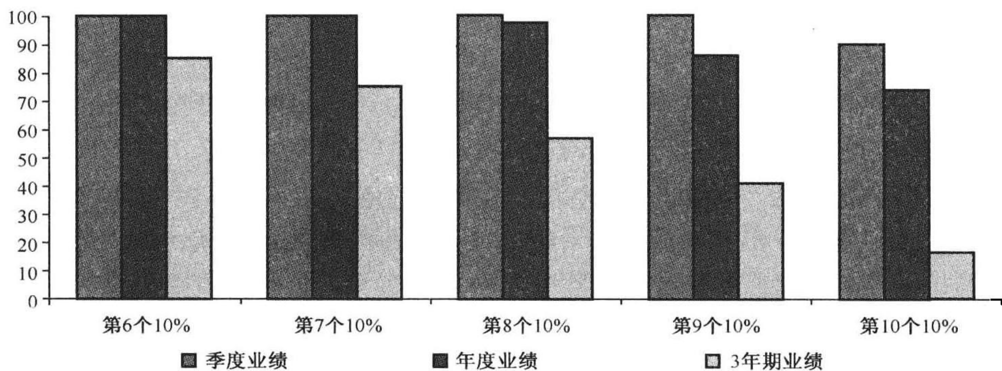


图 20-3 最优秀的长期基金经理业绩排名落后的百分比——美国

资料来源：Brandes Institute，SG Equity Research。

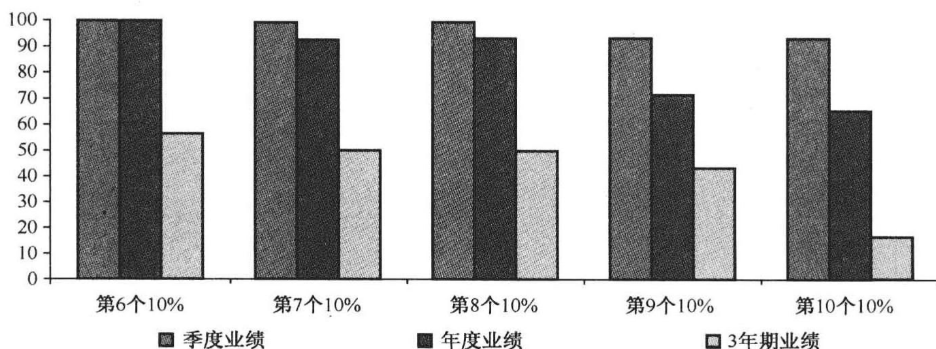


图 20-4 最优秀的长期基金经理业绩排名落后的百分比——EAFE

资料来源：Brandes Institute，SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位美国基金经理曾说过："你想告诉我的就是，如果要让我的客户成为长期投资者，我现在就必须得吃点苦。"

◇ 价值概念的黎明是否就在眼前?

但也不是没有好消息：价值不会消亡。图 20-5 为 1960 年以来价值股的业绩连续两年明显落后于成长股（现金流/价格较低）的期间。有趣的是，当前的情况甚至比互联网泡沫时期更为恶劣！

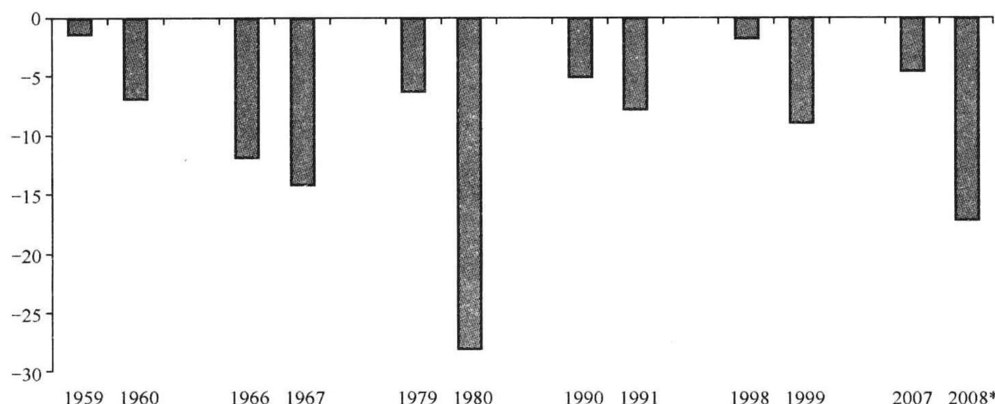


图 20-5 年收益落差（价值股 - 成长股），美国（1960 ~ 2008）

资料来源：SG Equity Research（截至本年度）。

另一个好消息就是，价值股往往趋向于在两年之后出现反弹。图 12-6 表明，成长股从上一次达到巅峰开始，一直到开始进入下一个巅峰，在此期间，价值股的市场表现始终高出一筹。在成长股经过这一阵呼风唤雨的折腾后，年均收益率已经被价值股落下了近 17%（平均时间为 7 年）。

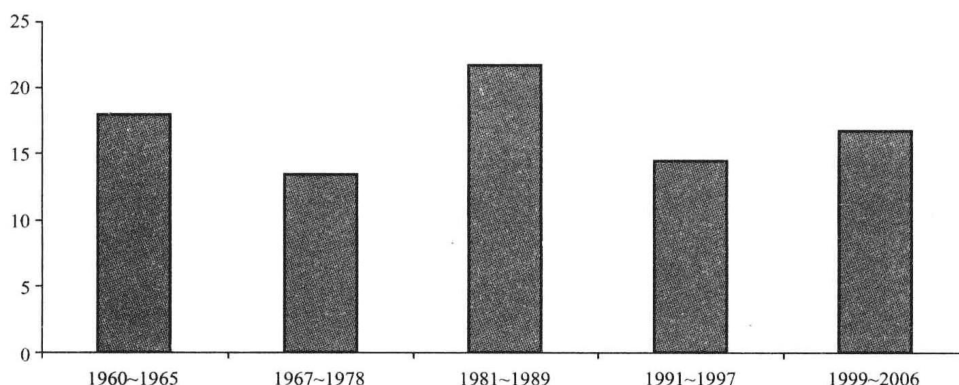


图 20-6 价值股与成长股之差，美国（年均收益率,%）

资料来源：SG Equity Research。

价值股重现辉煌是否有什么催化剂呢？科技股泡沫时期的经历或许能为此提供一点启示。如图 20-7 所示，就在投资者对科技股丧失信心时，便是价值股重上顶峰的起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

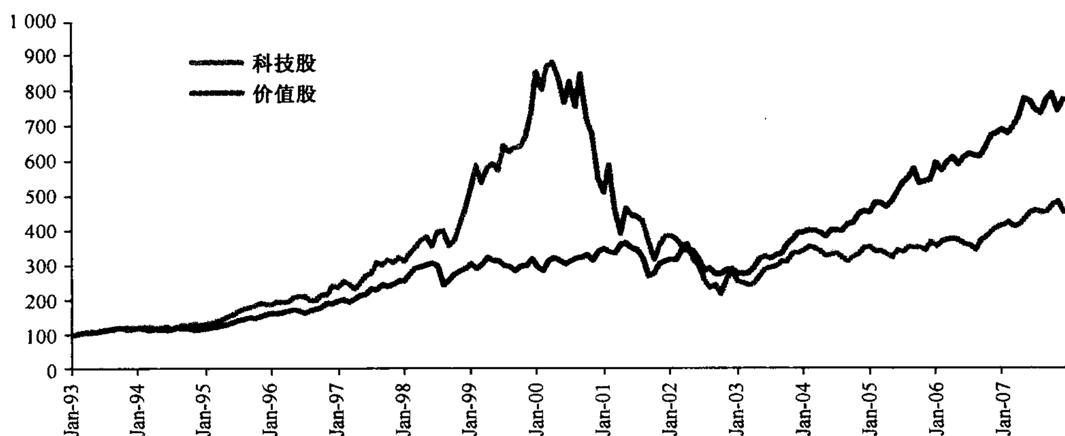


图 20-7 科技股和价值股（1993 年 1 月 =100）

资料来源：SG Equity Research。

这说明，在上一轮周期性风险的多米诺骨牌翻倒之时，价值股便会重现辉煌。这就意味着矿产股以及商品/新兴市场股即将登堂入室。只有在投资者对这些诱发结构性增长的经济周期丧失信心时，我们才能看到原始的价值股恢复原有的威力。但并不是没有好消息，因为这个日期并不遥远（见图 20-8）。

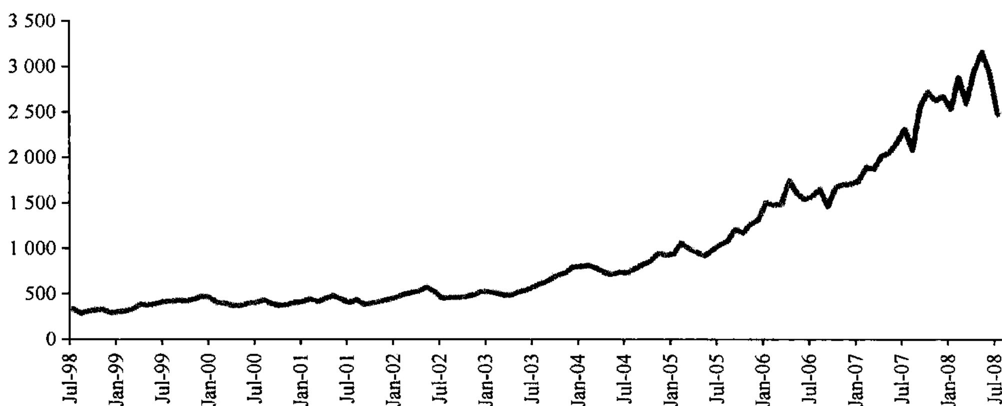


图 20-8 全球矿产行业价格指数

资料来源：SG Equity Research。

正像刚刚辞世的约翰·邓普顿爵士所言："牛市生于悲观，成长源自怀疑，成熟发于乐观，死亡来自狂妄。" 而印度钢铁大王、米塔尔钢铁公司总裁拉克西米·米塔尔最近则抛出了一个荒唐谬论——"我可以胸有成竹地说，时至今日，跌宕起伏、兴衰变幻的岁月只属于过去。我们已经成功地造就了一个可持续增长的盈利性行业"，在我看来，这显然是荒谬至极的盲目乐观！

熊市和衰退环境或许为那些被人们淡忘的股票提供了一个重整旗鼓的机会。当然，约翰爵士也曾说过："在每个人都在绝望地抛出时买进，在每个人都在贪婪地买进时抛出，这需要极大的坚韧，当然也会带来巨大的回报。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

来自现实的证据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章

走向全球：无国界的价值投资㊀

在最近的一次会议上，有人问我是否了解有关全球性价值投资的研究。以前，我一直认为价值投资适应于全球化环境，于是，我决定做一番调查，看看我的观点是否能找到足够的数据支撑。让投资者跨越国界和行业限制，寻找便宜的股票，无论是在理论还是实践上都是行得通的。在一个似乎想分门别类、约束限制基金经理的行业里，这显然是一种非传统方法。但正像约翰·邓普顿爵士所说的那样，"如果你不能做到与众不同，就不可能创造出不同凡响的业绩"。

- 每一个《Mind Matters》的老读者都知道，我喜欢以无拘无束的方法对待投资。这种癖好也恰好能反映我的两种理念：应该让投资者随时随地抓住转瞬即逝的机会；不能以标准差之类的指标来衡量风险，因为它们让"风险管理"徒劳无功，让追踪误差毫无意义。
- 但我始终提倡充分直面实践证据的益处。因此，我可以理直气壮地说，我的观点符合现实。那么，不受限制的价值型投资方法是否可行呢？我可以坦然地予以肯定。例如，我们可以看看主要国际股票市场的个股表现，我们会发现，价值股的年均收益率通常高于成长股9%左右。但是在国际市场上采用无限制价值投资策略时，年均收益率则会提高到12%（而且是在波动性低于个别国家市场的情况下实现的）。
- 新兴市场的引入，将会进一步改善未来预期。从1985年到2007年，最便宜的20%股票（按5个估值标准衡量）实现了18%的年均收益率，而且不受行业和地理区域的限制。与最昂贵的股票相比，它们的溢价达到了15%，即便与大盘指数相比，它们的溢价已经可以达到7%。
- 当然，耐心最为关键。价值投资必须以长期投资为基础。因为我们毕竟不知道价格与内在价值何时才能合二为一。但不管怎么说，耐心创造超额收益将是令人震撼的。在全球范围内，价值股的一年期收益率即可超过大盘7%，而5年持有期的超额收益率更是达到了令人不可思议的40%！
- 迄今为止，我们一直在探讨持有市场上最便宜的20%股票的简单策略。不过，这种策略完全可以适用于更多的股票。比如，在2007年，市场上最便宜的20%股票大约涵盖1800只股票。但是，如果我们只经营一个集中投资型组合的话，这种无限制的全球价值投资策略依旧能取得预期效果。持有最便宜的30只股票可以创造

㊀ 本文首次刊登于2008年9月16日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出近25%的年均收益率。当然，尽管实现这种收益率的波动性很高，但波动性并不等于风险。

- 全球型价值组合同样适合于自上而下进行分析的投资者，因为它有助于通过自下而上的角度发掘价值源泉。目前，日本、韩国和中国台湾市场均存在大量的价值投资空间。

在最近的一次会议上，有一位参会者问我："价值投资是否适合于全球性市场呢?"这让我着实思考了一会儿。尽管我曾经看过很多关于地区性价值投资策略的文章，我本人也对此进行过大量的研究，但对全球化问题确实知之不多。

当然，约翰·邓普顿爵士和吉恩—迈瑞·艾维拉德等传奇价值投资大师均表示过，价值投资策略同样适合于国际型投资。约翰·邓普顿爵士曾说过："如果要寻找这种超级便宜的好东西，我们不一定只盯着加拿大市场去搜索，这一点应该很好理解。如果你只在加拿大搜索，肯定能找到这样的便宜货；如果只在美国市场上搜寻，也会找到心仪的目标。但是，我们为什么不到别的地方看看呢？这正是我们在过去40年里一直在做的事情；我一直在世界各地的每个市场上寻找符合要求的目标。"（这段话发表于1979年）

当然，在理论上，扩大投资领域不会影响价值投资策略的有效性。但国际性投资也会带来一些问题，比如会计标准的不同。实际上，早在安然等公司会计舞弊曝光之前，美国境内投资者最关心的共同制约因素之一，就是会计质量。

作为一个经验主义的怀疑者，我最关心的核心问题就是：现实的证据会作何解释？无国界限制的价值投资策略是否能行得通？对于像"某个板块不超过X%"或是"对某个国家不超过Y%"之类限制投资范围的做法，我一直不太感兴趣。因此，我的兴趣在于评价无限制价值策略。为解答这些问题，我对1985年以来的成熟市场及新兴市场进行了整体性研究。为避免研究结果与小盘股相混淆，我对进入研究范围的股票最低市值进行了设定——2.5亿美元。

我认为，以单一口径对"便宜"这个概念做定义显然是不恰当的，因此，我采用了如下五个指标——市盈率（P/E —价格/收益）、市净率（P/B —价格/净资产）、市现率（价格/现金流）、市销率（价格/销售净额）和EBIT/EV（税前盈余/企业价值）。只有同时符合这五项标准，才能算得上"便宜"。首先按每个指标对所有股票进行排序，然后把每只股票在这些指标上的排名加总，以这个合计数作为我们评价该股票的价值标准。因此，我们把价值股定义为按这个价值标准排名在最后20%的股票。

◇ 来自欧洲市场的证据

图21-1为几个欧洲大国的价值股与成长股对比情况。此外，我还标出了所有欧洲国家的价值股溢价情况。这些证据为我们提供的第一个观点就是：扩展投资边界有助于改善投资业绩。按上述各个国家的平均情况考虑，价值股的年均收益率超过成长股约8%，按欧洲市场整体水平考虑，价值股超过成长股约为10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

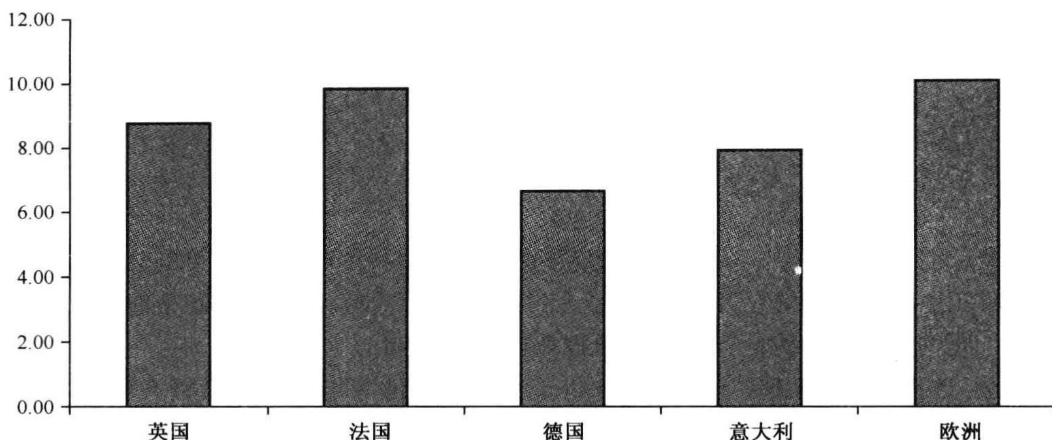


图 21-1 长期价值策略与短期成长策略的年均收益（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

现在，我绝不赞成用标准差来衡量投资的风险水平。我更喜欢本杰明·格林厄姆对风险的定义：资本的永久性损失。但抛开我个人的偏好，我们看到的现实是：不仅收益有所提高，而且实现这种收益的价格波动性也在降低。按单个国家分析，价值投资策略（单方做多）的收益平均标准差（波动率）将近25%（如图21-2），而整个欧洲市场的年均收益标准差则降至18%！

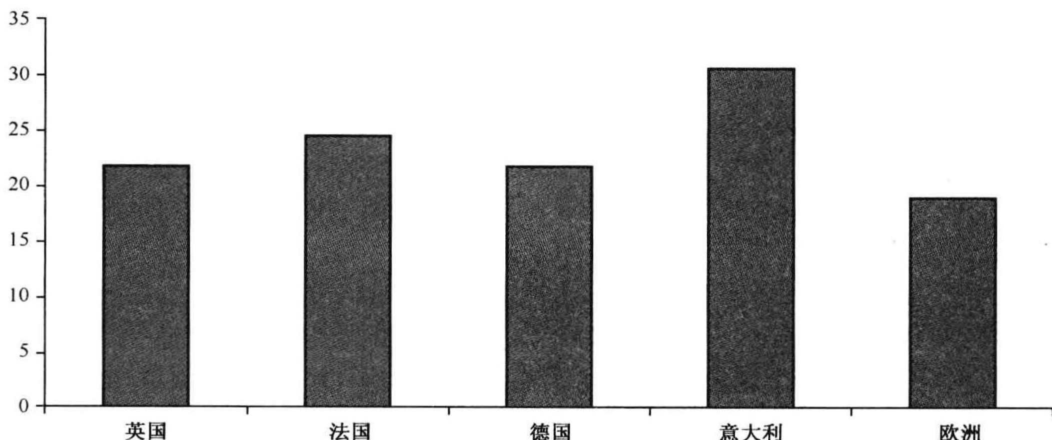


图 21-2 收益标准差（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

◇ 来自成熟市场的证据

如果把分析范围扩展到整个成熟市场，我们依旧会得到类似的结论。在六个主要成熟市场上（欧洲加美国和日本），价值股的年均收益率超过成长股约为9%。但以整个成熟市场为对象，价值股相对于成长股的年均超额收益则超过了12%（见图21-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

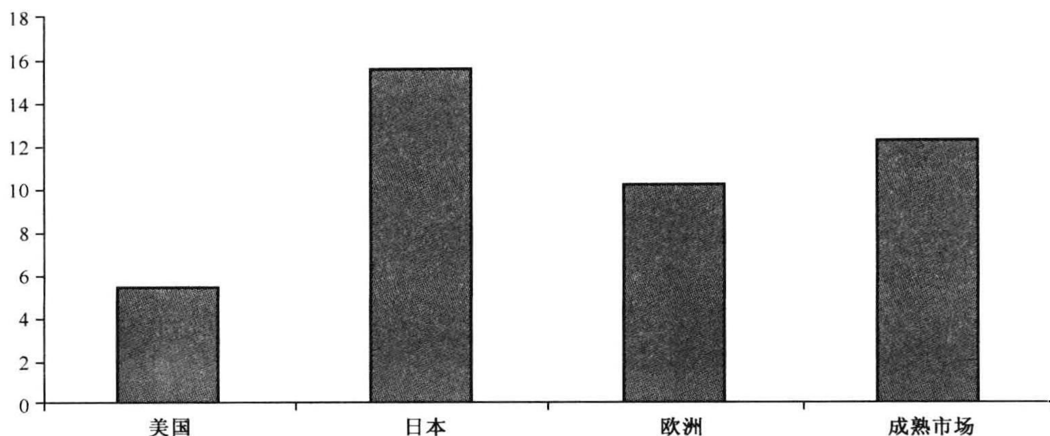


图 21-3 成熟市场的价值投资策略（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

同样，这种收益的取得依旧是在波动性较低情况下实现的。按单个国家考虑，单方做多价值策略的年均收益标准差（波动率）接近 25%。但是整个欧洲市场的年均收益标准差还不到 16%（见图 21-4）。

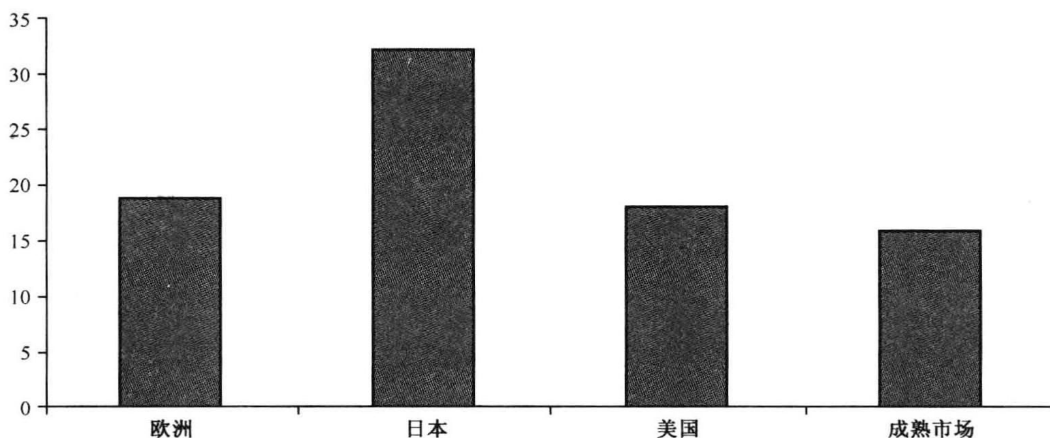


图 21-4 价值投资策略的收益标准差（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

◇ 涉足新兴市场

如果我们看看新兴市场，会发生怎样的情况呢？首先需要检验的就是价值投资策略是否能立足于新兴市场。如图 21-5 所示，就像成熟市场一样，价值投资在新兴市场依旧行得通。最便宜股票相对于最昂贵股票的超额年均回报率超过 18%，超过大盘约为 11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

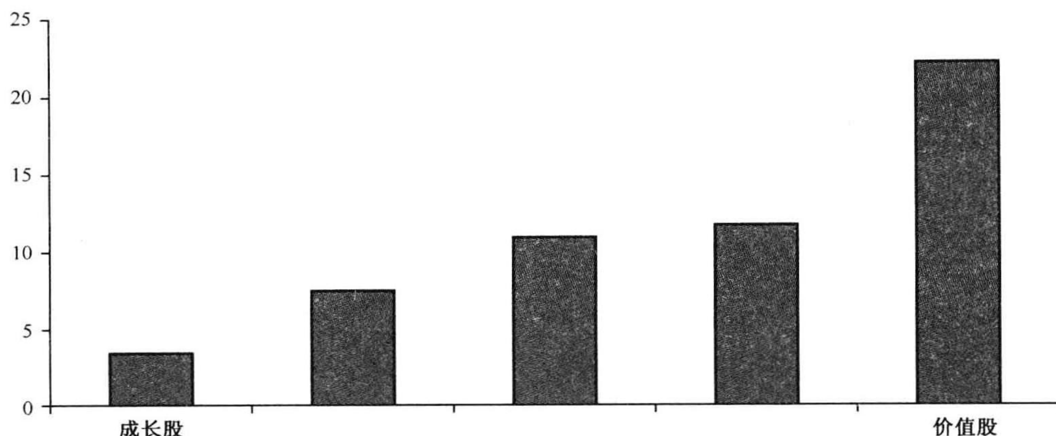


图 21-5　新兴市场：价值投资依旧领先（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

不过，在新兴市场上，这些单方做多策略的收益标准差则超过了 40%。当然，这只能说明，新兴市场的波动性要高于成熟市场（两个市场的平均标准差分别为 32% 和 16%）。

如果把成熟市场和新兴市场合并为一个统一的市场，我们就会发现，价值投资策略依旧有效。图 21-6 为各价格区段股票的回报率。最便宜 20% 股票创造的平均回报率为 18%，而且与所在行业或地域无关；最昂贵股票实现的年均回报率还不足 3%。因此，在全球范围内，价值股的收益率超过成长股 15%。如果按平均加权的话，这相当于 7% 的年均超额收益率。

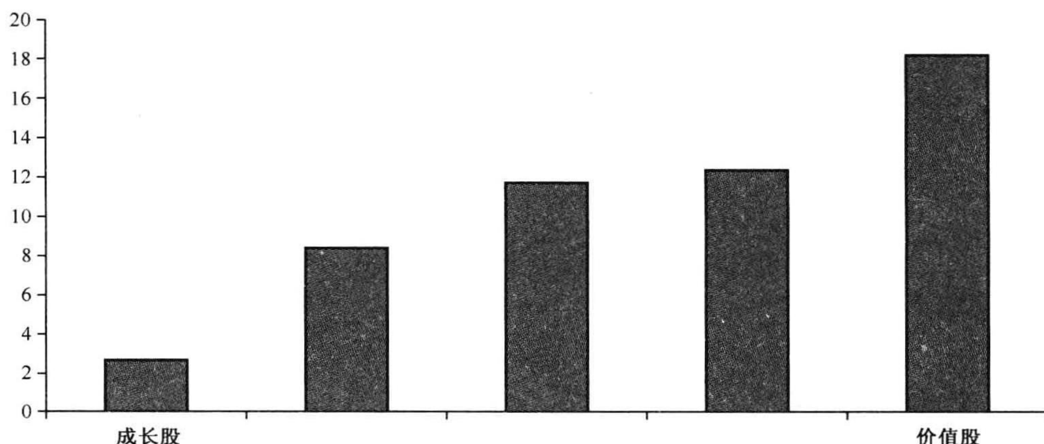


图 21-6　全球化无限制价值投资依旧领先（1985～2007，年均收益率%）

资料来源：SG Equity Research。

单边做多投资的年均标准差约为 19%，这远远低于单纯新兴市场上的价值投资策略，但依旧远远高于成熟市场的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 耐心永远是优点

我在前文说过，耐心是对价值投资者而言最关键的优点（见《行为投资学》第 30 章和第 31 章）。正如本杰明·格林厄姆说的那样，“因疏忽或偏见带来的低估值或许还将存续很长一段时间”。一旦建立价值头寸，你就永远也不可能知道将会走上哪条路。但不管怎么说，我们总可以把每个价值头寸归结为如下三个类别：

1. 市场普遍接受错误定价的存在性，并重新对股票进行估值；
2. 通过股利分配实现较高的回报，但不会被市场立即重估；
3. 根本不会反弹：价值陷阱。

所以，只要我们面对的是前两种股票，耐心是任何一个价值投资必不可少的条件，而对第三类股票，耐心则是最关键的问题。图 21-7 说明了耐心对全球性价值投资的必要性。

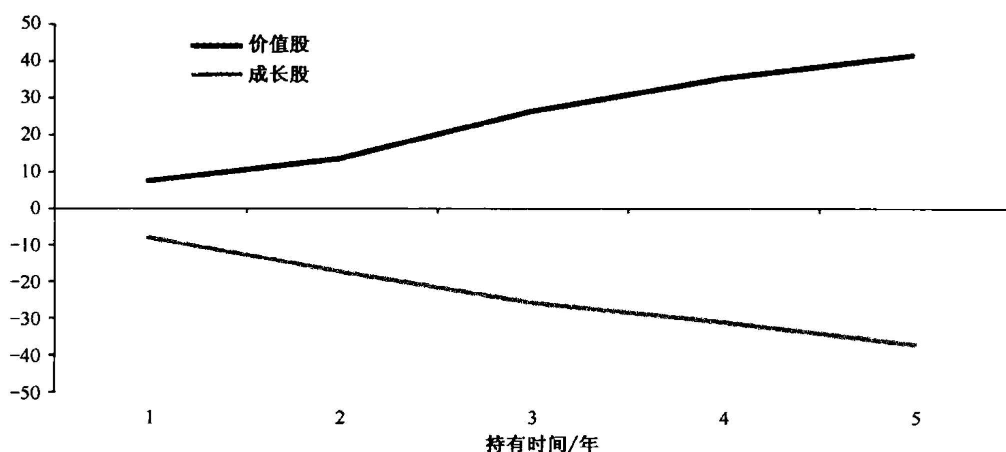


图 21-7　耐心就是优点：不同持有期的累积超额收益

资料来源：SG Equity Research。

在第一个投资年份，价值策略的业绩往往可以超过大盘 7 个百分点左右。如果继续持有 12 个月，价值策略的收益率则会进一步提高 6 个百分点。但是，只有更长的持有期才会创造出真正的价值投资空间。在第三个年份，价值股相对于大盘的超额收益率可以达到令人不可思议的 12%，而第四年则会带来另外 8% 的超额收益率。

只要看看成功的长期价值型基金经理的平均持有期，我们就可以得到足够的实践依据；他们的平均持有期约为 5 年——这与一般共同基金眼花缭乱的换手率形成了鲜明对比。

◇ 集中化组合

上述情况对大多数价值型股票来说都不难理解。但还是有一件事令人费解。对于市场上最便宜的 20% 股票，上述策略的有效性是毋庸置疑的。比如，在 2007 年，市场上最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便宜的20%股票大约涉及1 800只。但是，如果用全部股票中最便宜的30只（表21-1）构建一个集中型投资组合，我们会看到什么呢？

表 21-1　全球最便宜的 30 只股票

公司名称	市值/百万美元	行业	国家/地区	排名
所罗门互助储蓄银行（Solomon Mutual Saving Bank）	294.2	金融	韩国	1
普里莫斯克航运公司（Primorskoye Morskoye P）	332.3	交通运输	俄罗斯	2
委内瑞拉国家电信公司（Nacional Telefonos de Venezuela C. A.）	903.1	电信	委内瑞拉	3
西北航空公司（Northwest Airlines Corp.）	3 383.6	交通运输	美国	4
侨兴电信工业有限公司（Qiao Xing Universal Telephone Inc.）	255.3	电子技术	中国	5
冠军科技集团有限公司（Champion Technology Holdings Ltd）	358.9	技术服务	中国香港	6
加拿大航空公司（Air Canada）（CIB）	1 209.7	交通运输	加拿大	7
英国保险和再保险公司（BRIT Insurance Holdings PLC）	1 424.1	金融	英国	8
艾尔科投资公司（Allco Equity Partners Ltd）	365.7	其他	澳大利亚	9
杰里萨蒂投资公司（Jereissati Participacoes S/A）	477.9	商业服务	巴西	10
加拉加斯电力公司（Electricidad de Caracas C. A. S. A. C. A.）	368.0	公共事业	委内瑞拉	11
麦格理不动产信托投资基金（Macquarie DDR Trust）	991.1	金融	澳大利亚	12
卡斯托地亚控股（Custodia Holding AG）	1 008.2	金融	德国	13
纳芙卡公司（Nafco Co. Ltd）	417.1	零售贸易	日本	14
英国航空公司（British Airways PLC）	5 365.2	交通运输	英国	15
俄罗斯巴什石油公司（Bashneft）	806.3	能源矿产	俄罗斯	16
因维斯塔不动产投资管理公司（Invista Real Estate Inv. Management Hold. PLC）	283.6	金融	英国	17
亚太纺织控股有限公司（Pacific Textiles Holdings Ltd）	285.4	工业加工	中国香港	18
住友钢管株式会社（Sumitomo Pipe & Tube Co. Ltd）	253.8	制造业	日本	19
全美航空集团（US Airways Group Inc.）	1 351.3	交通运输	美国	20
北泰创业集团有限公司（Norstar Founders Group Ltd）	375.3	耐用消费品	中国香港	21
能科株式会社（Toenec Corp.）	451.2	工业服务	日本	22
太平工业株式会社（Taihei Kogyo Co. Ltd）	273.5	工业服务	日本	23
美国达美航空公司（Delta Air Lines Inc.）	4 351.2	交通运输	美国	24
赞英国际株式会社（Sanei-International Co. Ltd）	372.9	非用消费品	日本	25
高宝印刷设备公司（Koenig & Bauer AG）	461.6	制造业	德国	26
瓦多斯控股公司（Vaudoise Versicherungen Holding）	456.9	金融	瑞士	27
土耳其航空公司（Turk Hava Yollari A. O.）	1 285.3	交通运输	土耳其	28
波德布雷佐瓦钢管有限公司（Zeleziarne Podbrezova a. s.）	258.9	制造业	斯洛伐克	29
委内瑞拉水泥公司（Cemex Venezuela S. A. C. A）	715.9	非能源矿产	委内瑞拉	30

资料来源：SG Equity Research。

答案就是，这个策略将依旧百战百胜。只需要找到这30只最便宜的股票，不考虑其所在的行业或地域，按相同权重构建一个组合，我们便可以创造出近25%的年均收益率，这相当于超过大盘近15%的超额收益率。

图21-8到图21-10显示了这个组合在各年度的绝对收益率和相对于大盘的相对收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率。绝对业绩与我最近针对近期价值策略的糟糕表现不谋而合。从历史上看，1998年和1990年就属于这种情况。

按相对业绩（我并不喜欢从这个角度分析长期投资），到2008年为止，这种策略一直表现不错，收益率与大盘持平。而从1999年的情况来看，纳入新兴市场的好处是显而易见的（见图21-9）。尽管价值股大多经历过一段艰难时期，但最便宜的30只股票表现却极为抢眼。其中的绝大部分发行公司来自巴西。

集中组合收益的波动情况明显高于一般性组合。这仅仅是由于组合的特性决定的。同样需要我们注意的是，对价值投资者来说，价格的波动性并不等于风险。实际上，看看收益率为负值的年份，我们就会发现，在整个检验期内，集中型组合仅有三次出现这种情况。而这个市场则有六次这种情况——这显然否定了实现超额收益必须承受多余风险的观点！

如上所述，耐心是价值投资不可或缺的前提。图21-10说明，对于以价值策略为主导的集中式组合，耐心同样是必不可少的。回报需要时间。

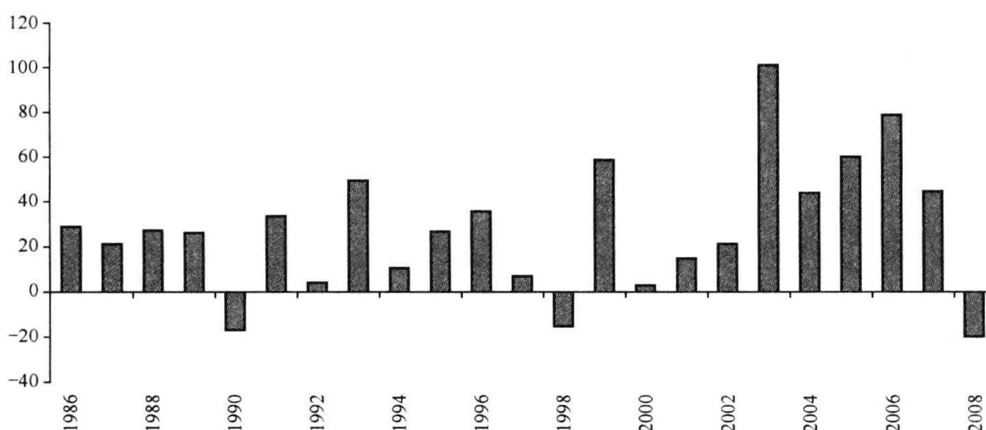


图21-8　最便宜30只股票的绝对收益率（全球，%）

资料来源：SG Equity Research。

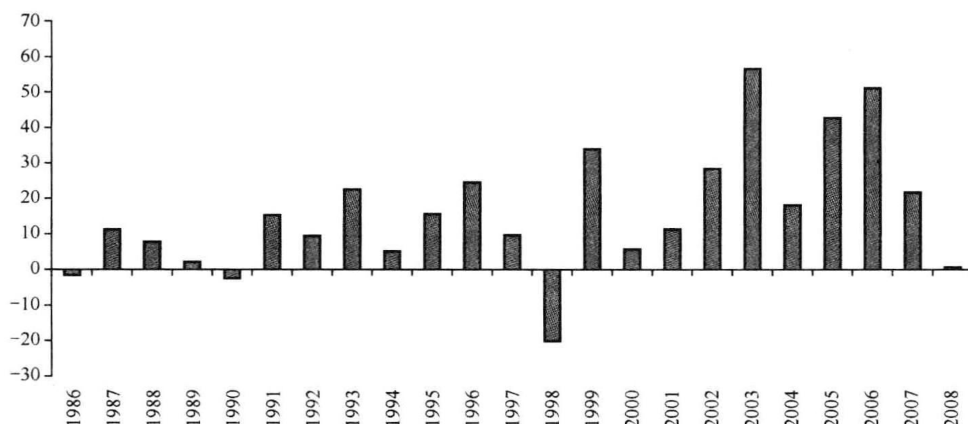


图21-9　最便宜30只股票相对于全球平均加权基准收益率的相对表现，%

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

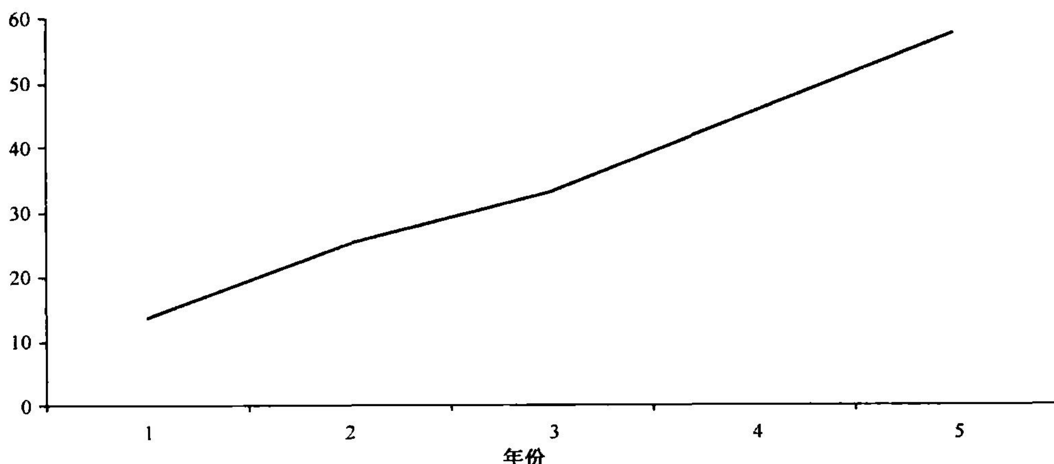


图 21-10 不同持有期的累积超额收益,%

资料来源：SG Equity Research。

◇ 当前组合状况

由此可见，无限制的全球价值投资策略依然有效。此外，我们也可以利用价值型组合（这一次是采用全部 1 800 只股票）看一看，能否采用自上而下式分析，从自下而上的角度发掘价值源泉。图 21-11 和图 21-12 说明了价值型组合中几个特定国家或地区和行业的情况。为保证图表的有效性，我仅标出与平均加权指数离差为 100 个基点（bp）的组合。

按国家（或地区）来分析，最令人感到不可思议的一个现象就是中国内地的超低分量——这表明，中国市场的价值投资机会极少。比重最大的分布是日本（近 300 个基点）和韩国（200 个基点）。中国台湾和泰国也占据了较大的权重。

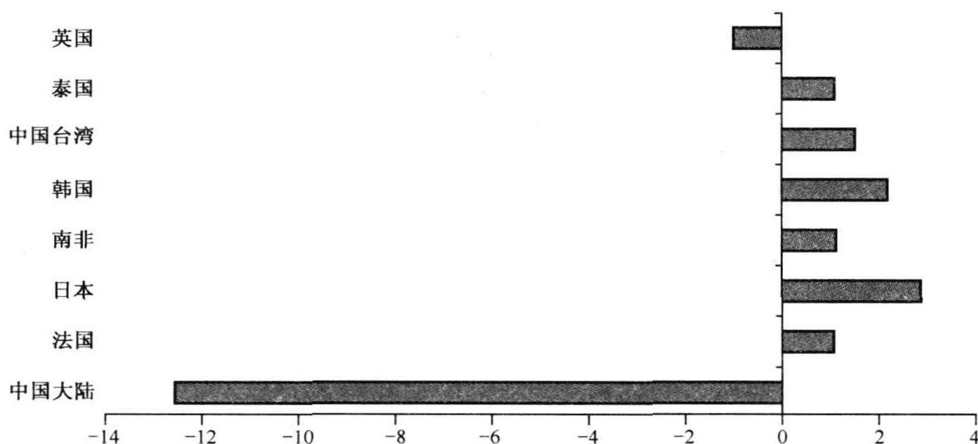


图 21-11 价值型组合中的国家（或地区）分布情况（偏离基准指数的百分比）

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

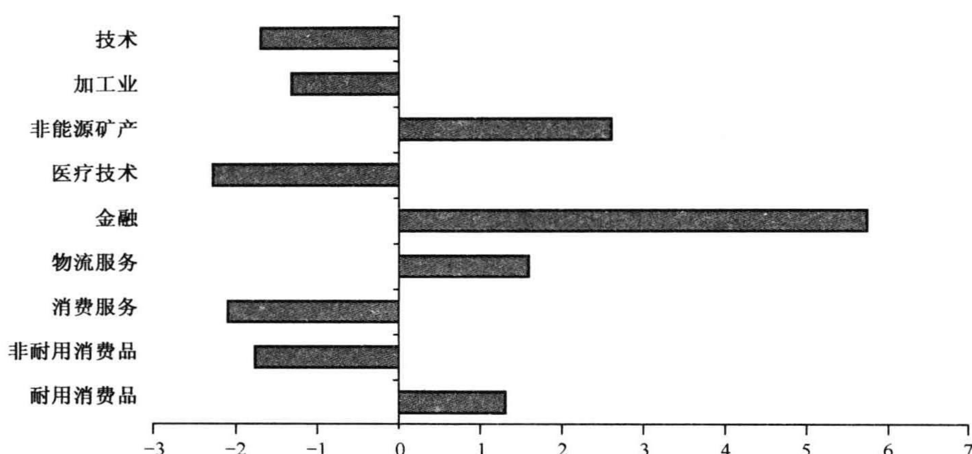


图 21-12 价值型组合中的行业分布情况（偏离基准指数的百分比）

资料来源：SG Equity Research。

按行业分析，金融业的较高权重应该不会让我们感到意外（尽管我在第二十八章里也会提到金融业是潜在价值陷阱的例子）。如果把国家分布与行业分布综合起来，我们会发现，日本的某些金融股属于良好的价值股（我们已经讨论过这一点）。非能源性矿产领域的价值股主要为亚洲地区的水泥类和制造业股票。价值股比例较小的主要为技术股，其次为非耐用消费品和消费服务股票。

◇ 结论

归根结底，无限制的全球价值投资策略是可行而有效的。让投资者跨越国界和行业限制，寻找便宜的股票，无论是在理论上还是实践上都是行得通的。在一个似乎想把基金经理的活动限制在特定框架内的行业里，这显然是一种非传统方法。但正像约翰·邓普顿爵士所说的那样，“如果你不能做到与众不同，就不可能创造出不同凡响的业绩”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章

格林厄姆的净营运资本价值：陈腐过时还是风光依旧？[⊖]

本杰明·格林厄姆最推崇的估值标准之一，就是按低于净营运资本的价格买进股票（net-nets，即价格低于“流动资产扣除全部负债后的净营运资本”）。格林厄姆的方法经常被人们批为时代的错误产物。但是，我们的证据不仅不能说明格林厄姆的方法已经成为历史的遗物，而且还告诉我们，买进具有“净营运资本”价值的股票，依旧是一种有效的盈利性投资策略。从1985年到2007年，如果以全球范围拥有“净营运资本”价值的股票构建一个投资组合，这个组合将创造出超过35%的年均收益率。目前，在符合净营运资本标准的股票中，日本的小盘股约占一半。

- 沃伦·巴菲特曾经把本·格林厄姆的方法称为“雪茄烟蒂投资法”（Cigar Butt Investing）。这种方法的基本思想是，格林厄姆喜欢的股票就像是被扔在街头的烟蒂，尽管所剩无几，但或许还可以再吸上一两口，我觉得这真有点吝啬鬼的意思。
- 大家都知道，只买便宜货的简单策略（按P/B或P/E等变量衡量）倾向于创造长期超额回报。不过，我在前面也提到过，格林厄姆更喜欢以资产负债表为基础进行估值分析。他尤其强调选择交易价格低于净营运资本价值2/3的股票。
- 通过对这种深度价值投资法的检验，我们发现，它很可能是一种盈利性极强的投资策略。如果以1985~2007年期间全球范围拥有“净营运资本”价值的股票构建一个投资组合，该组合将实现超过35%的年均收益率，而同期全部股票的平均加权收益率却只有17%。
- 任何人都不能奢望找到大量交易价格低于净营运资本2/3的股票。目前，每年符合“净营运资本”标准的股票约为65只。必须承认的是，小盘股在这个组合中占有压倒性优势，这一点并不奇怪。“净营运资本”型股票的平均市值为2100万美元。
- 目前，全球范围内约有175只股票属于“净营运资本”型股票。有趣的是，其中超过一半来自日本。这可以说明，日本的小盘股是投资者寻找价值的宝地。
- 经营“净营运资本”型组合也许需要一种超乎寻常的胆量和勇气。如果我们把投资经营中的“完败”定义为股价的年下跌幅度超过90%，那么，在“净营运资本”型组合中，约5%的成分股均经历过这种灾难。而在广义的股票市场上，却只有2%的股票出现过这种情况。

⊖ 本文首次刊登于2008年9月30日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 在规避“狭隘框架”（narrow-framing）[㊀]和厌恶损失（loss aversion）等心理障碍之后，我们选择的投资样本仅在三个年份出现了亏损，而整个市场则在六个年份里遭遇损失。格林厄姆自己的观点是：“在选择投资对象类型这个问题上，我们按分散化原则构造组合的投资业绩一直保持良好……我们可以毫不迟疑地肯定，作为一种安全合理的投资策略，它在发掘和利用低估值股票并创造利润方面的作用是有效的。”无论怎样称赞它的价值都不为过！

价值投资这个思想从本杰明·格林厄姆延续到沃伦·巴菲特，再到比尔·米勒，而在这个发展轨迹中，我认为自己应该是一个坚定的格林厄姆主义者。沃伦·巴菲特曾经把本·格林厄姆的方法称为“雪茄烟蒂投资法”（Cigar Butt Investing）。这种方法的基本思想是，格林厄姆喜欢的股票就像是被扔在街头的烟蒂，尽管所剩无几，但或许还可以再吸上一两口，我觉得这真有点吝啬鬼的意思（庆幸的是，我还没有沦落到游荡在大街上到处找烟屁股……不过，在我们这个行业里，什么都会发生，终究有一天，我或许也会坐在公园长椅上听着陌生人谈论现代投资的诸多罪孽，这也许只是时间问题）。

大家都知道，只买便宜货的简单策略（按 P/B 或 P/E 等变量衡量）往往可以为我们创造长期的超额回报。不过，我在前面也提到过，格林厄姆更喜欢以资产负债表（资产价值）为基础进行估值分析。

格林厄姆尤其推崇净营运资本（net-nets）概念。即：

> 便宜货的问题可以简单地归纳为，对于普通股，就是市场价格低于扣除全部负债后的公司净营运资本。这就意味着，买家可以按零价格买入建筑物和机器设备等固定资产以及可能存在的商誉。尽管可以找到零星的个案，但还是极少有几个公司的终极价值低于其净营运资本。而最令人感到不可思议的是，按照这个定义“便宜”的基础，市场上可以找到很多符合这个条件的公司。
>
> 显然，问题的核心就是市场价格远低于企业价值。但任何所有者或大股东都不会愿意按如下不可理喻的低价格出售自己的资产……在实践中，这种选择廉价股票的策略总能为投资者带来利润，而且平均回报率也远远高于其他投资方法。

格林厄姆所说的净营运资本，即公司流动资产扣除其全部负债后的余额。当然，格林厄姆并不满足于仅仅按低于净流动资产价值的价格买入股票，他需要更大的安全边际。格林厄姆提倡的是买进价格低于净流动资产价值 2/3 的股票（以进一步增加安全边际）。这也是我们在下文遵循的操作标准。但是，在探讨我们的证据之前，还是先看看格林厄姆自己的结论。

在《聪明的投资者》（*Intelligent Investor*）一书中，他通过如下这张表格（表 22-1）展示了这种“净营运资本”法的强大威力。格林厄姆在 1957 年 12 月 31 日按“净营运资本”法买进 85 家公司的股票，这个表格显示了这 85 家公司每股股票在 2 年持有期内实现的投资回报情况。

㊀ 投资者在购买证券时，只考虑有限的几个因素，而并不考虑环境改变时，以及这些影响因素是否会发生变化。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22-1 低估值股票的收益情况，1957～1959

所在市场	公司数量	每股累计净流动资产/美元	总价格（美元，1957 年 12 月）	总价格（美元，1959 年 12 月）
纽约证券交易所	35	748	419	838
美国证券交易所	25	495	289	492
中西部证券交易所	6	163	87	141
场外交易	20	425	288	433
合计	85	1831	1083	1904

资料来源：《聪明的投资者》（*Intelligent Investor*）。

格林厄姆指出："在此期间，这些股票构成的'整体'组合实现了 75% 的收益率，而标准普尔 425 工业指数的收益率则是 50%。更重要的是，这些股票都没有遭遇重大损失，仅有 7 只价格持平，78 只股票实现了增值。"

1986 年，纽约州立大学财经副教授亨利・奥本海默（Henry Oppenheimer）在《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）上发表了一篇文章，对 1970～1983 年期间按 66% 净流动资产的价格买进股票的收益情况进行了检验。这些股票的持有期为 1 年。在整个寿命期内，该组合包含的股票数量最少为 18 只，最多为 89 只。该组合的年均收益率为 29%，而同期的市场收益率只有 11.5%。

◇ 全球市场分析

为了在全球范围内检验"净营运资本"选股策略的业绩，我以 1985 年之后的成熟市场为样本（所有收益均以美元计价）。图 22-1 表明，以"净营运资本"为标准的深度价值策略取得了令人赞叹的业绩。以这些股票构成的平均加权组合实现了超过 35% 的年均收益率，而同期市场回报率仅有 17%。

"净营运资本"选股策略不仅适应于全球性组合，同样也适应于地区性组合（尽管在程度上会有所不同）。比如，在美国、日本和欧洲这三个市场上，按"净营运资本"策略构建的组合，回报率分布高于大盘 18%、15% 和 6%。

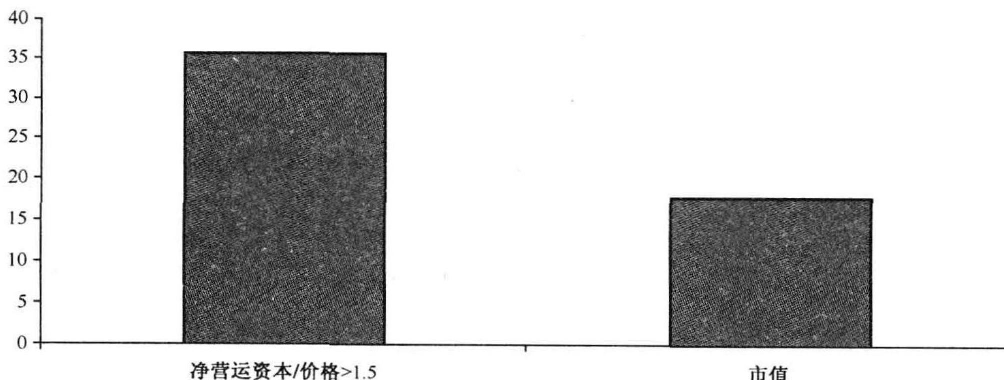


图 22-1 全球型"净营运资本"组合：年均收益率（%，1985～2007）

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

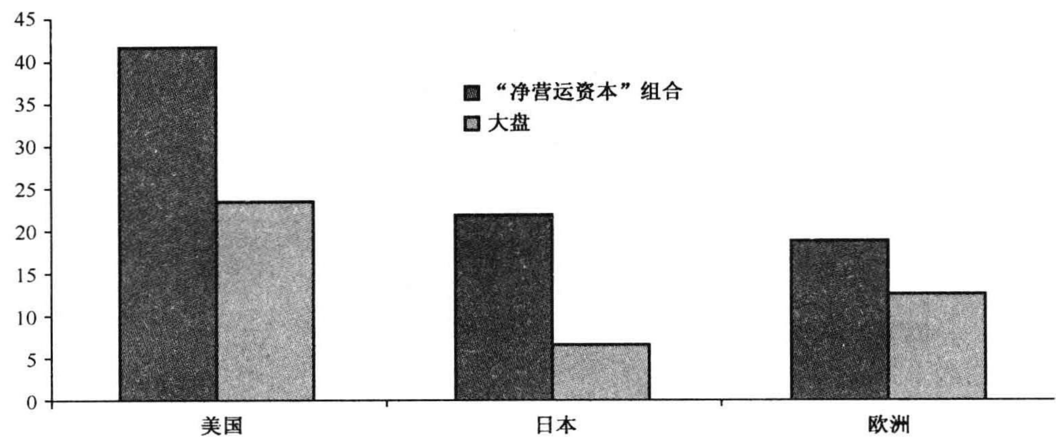


图 22-2　地区型"净营运资本"组合：年均收益率（%，1985～2007）

资料来源：SG Equity Research。

◇"净营运资本"策略的现状

当然，任何人都不应该奢望找到大量价格低于净营运资本 2/3 的股票。但是，在我们的投资组合中（平均股票数量为 134 只），每年符合"净营运资本"标准的股票平均数仍达到 65 只。图 22-3 为每年出现在我们组合中的此类股票数。值得注意的是出现在 2003 年的此类公司股票——超过 600 只股票的交易价格低于净营运资本的 2/3。不过，尽管市场在该年度出现大跌，但是按"净营运资本"交易的股票却仍然只有 176 只！

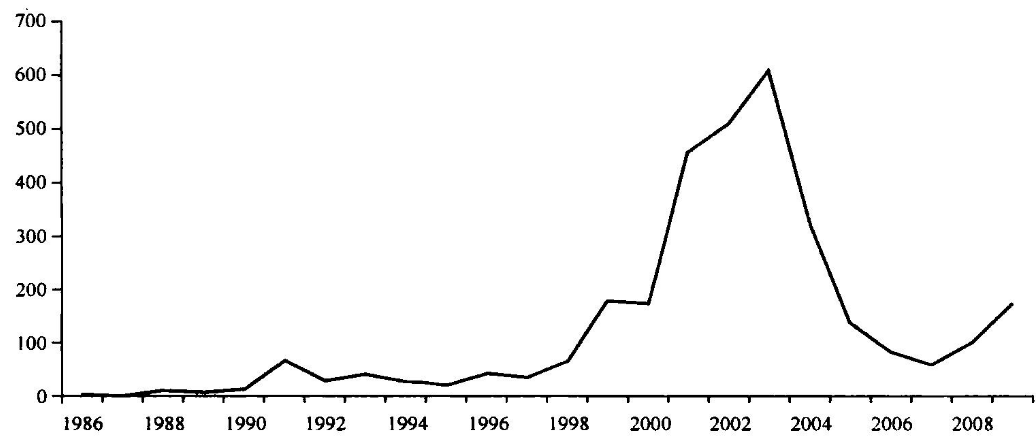


图 22-3　"净营运资本"型股票的数量：全球范围

资料来源：SG Equity Research。

当然，"净营运资本"策略往往以小盘股为主导。实际上，"净营运资本"型组合成分股的平均市值只有 2 100 万美元（美国的平均市值为 12 400 万美元）。

同样值得关注的是这些成分股的地域分布。如图 22-4 所示，目前，符合"净营运资本"标准的股票主要来自日本，紧随其后的是美国和英国。这显然可以说明，日本的小盘股是投资者寻找价值的宝地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

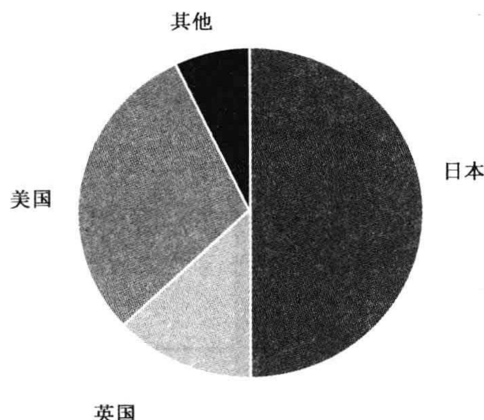


图 22-4　符合“净营运资本”标准的股票地域分布情况：当前状况

资料来源：SG Equity Research。

◇ 资本的永久性损失

当然，格林厄姆同样关注资本出现永久性损失的危险。“净营运资本”策略在这个方面表现如何呢？在微观基础上，只能说表现不够出色。如果我们把“资本的永久性损失”定义为股价在单一年度内的跌幅达到 90%，那么，我们会看到，在按“净营运资本”策略选择的股票中，约 5% 遭遇过这种灾难。而在广义的股票市场上，却只有 2% 的股票出现过这种情况（见图 22-5）。

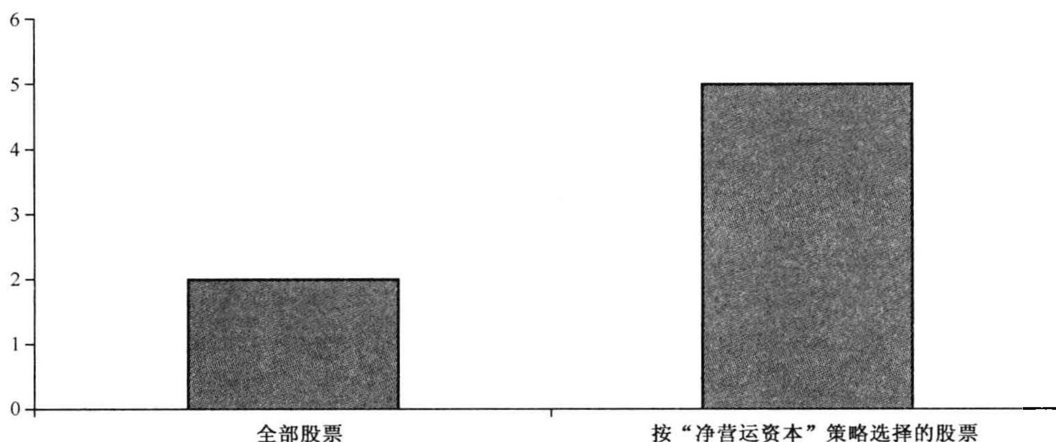


图 22-5　遭受“永久性资本损失”股票的百分比

资料来源：SG Equity Research。

这种相对较差的业绩或许可以解释投资者为什么会对“净营运资本”策略敬而远之。如果投资者关注的是组合中的个股业绩，而不是组合本身（我们把这种现象称为“狭隘框架”），那么，他们就会看到，“净营运资本”策略带来的损失要大于广泛选股构建组合的策略。我们知道，大多数人是厌恶损失的，因此，损失带来我们的痛楚注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定要强于收益带来的快感。这种非对称心理反应与“狭隘框架”的结合也就意味着，坚持“净营运资本”策略的投资者需要克服更多的行为偏见。

如果我们能采用更宽泛的框架，全面审视组合的业绩，情况就会乐观得多。在我们选择的所有投资样本中，“净营运资本”策略仅在三个年份出现亏损，而整个市场则在六个年份里遭遇亏损（见图22-6）。

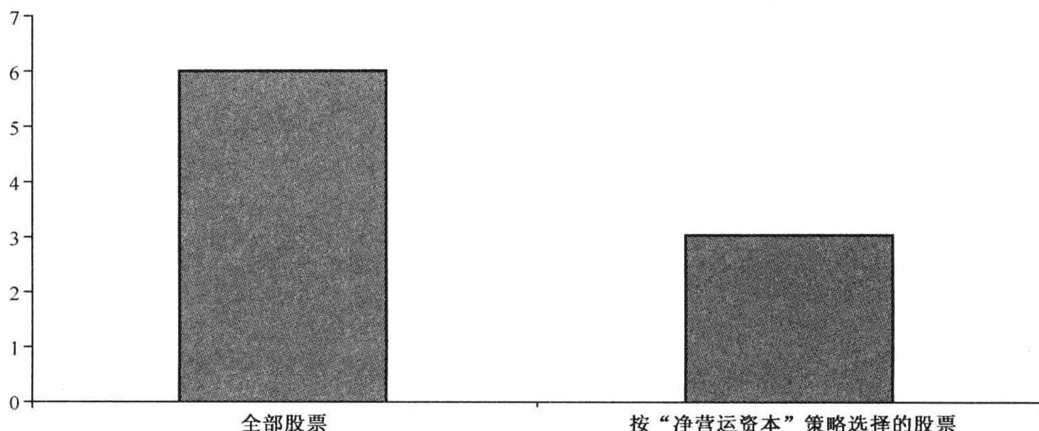


图22-6 遭受亏损的年数

资料来源：SG Equity Research。

◇ 结论

尽管很多人觉得格林厄姆最偏爱的这种选股策略已经过时，但我们却发现，对于那些存在破产清算风险的企业来说，它依旧能提供潜力无穷的盈利机会。

格林厄姆自己的观点是：“在选择投资对象类型这个问题上，我们按分散化原则构造组合的投资业绩一直保持良好……我们可以毫不迟疑地肯定，作为一种安全合理的投资策略，它在发掘和利用低估值股票并创造利润方面的作用是有效的。”这也是我们遵循格林厄姆投资原则的一贯结果，因此，无论怎样称赞它的价值都不为过！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分

价值投资的“阴暗面”——做空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十三章

投资的格林童话[㊀]

睡觉之前躺在床上看看格林童话是一种享受，但把它作为选股技术则是一种灾难。把拥有高市销率的股票称作“故事股”（story stock）可能有点让人捉摸不透，但高市销率（P/S，价格/销售比率）股票确实是值得期待的投资对象。不管什么股票，只要它的价格相对其收益能力较强，那么，你最好应该相信它背后的故事。不过，这样的股票注定要让投资者大失所望，因此，你应该像对待瘟疫那样躲避它们！

- 我认为，在不计其数的估值指标中，市销率是一个几乎毫无意义的指标。我经常会不可思议地发现，那些采用市销率的人总是在收益表中绝望地搜索，希望能找到看似便宜的股票。但是，任何一个对盈利性置若罔闻的指标，我始终都把它看做是异常危险的陷阱。
- 在这个问题上，我绝不孤立。2002年4月，美国Sun公司首席执行官斯科特·麦克尼利（Scott McNealy）曾对那些打算以64美元买进公司股票的投资者大加嘲讽——这个价格相当于销售额的10倍。他对投资者永远支持公司、不需要雇员付薪水、也不需要支付税款这样的假设嗤之以鼻。他指出：“你能感受到这些基本假设有多荒唐吗？不需要我们提供什么信息，也不需要什么注释。事实很清楚，这是不可能的。”
- 尽管这么说有点过于直白，但投资者习惯于迷恋故事股却是不争的事实。例如，在美国，市销率排在前10%的股票，其市销率平均值竟然被夸大了10倍！实际上，故事股还远远不止这些，还有很多藏在暗处！
- 不过，故事股似乎注定要跌入深渊。谢正彦（Jim Hsieh）和拉尔夫·沃克林（Ralph Walkling）指出，在4年期之内，高市销率股票的收益率低于相同市值和市账率（市价/账面值）的股票近25%！由于这些股票具有相近的市账率，因此，它们也就成了证明成长股失败的又一个例证！
- 通过对欧洲股票市场的研究，悉尼科技大学的罗恩·伯德（Ron Bird）和洛伦佐·卡萨维切亚（Lorenzo Casavecchia）也得到了类似的结论。故事股的三年期收益率较低市销率股票足足少了35%。此外，它们的三年期收益率低于大盘约11%。因此，故事股的糟糕业绩似乎蔓延于整个市场。
- 但不甘寂寞、捉摸不定的投资者依旧还是偏爱故事股。谢正彦和沃克林发现，故事股的平均持有期只有4个月。这与纽约证交所上市公司股票11个月的平均持有期形成了鲜明对比。

㊀ 本文首次刊登于2007年4月4日的《Global Equity Strategy》。版权归德意志银行下属的德累斯顿银行。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 这些故事极具诱惑力。它们对操纵人类本能的 X 系统似乎更有吸引力，而掌管逻辑思维的 C 系统似乎对它们不太感兴趣。不过，在古希腊的传说中，奥德修斯的战船在经过女巫们居住的小岛时，他下令用蜂蜡堵住船员的耳朵，让船员把自己绑在柱子上，以逃避女巫那充满诱惑但却灾难无穷的歌声，这个故事或许可以对投资者有所启发。

在不计其数的估值指标中，我始终对市销率敬而远之。我经常会不可思议地发现，那些采用市销率的人总是在收益表中绝望地摸索，就是为了能找到一个低市销率的好股票[⊖]。

通过归谬法，我们可以验证这项指标的荒谬性。假设我按 19 美元的价格卖出价值为 20 美元的证券，但却挣不到任何钱，交易量可能很大，但几乎没有利润。但我不在乎，我只关心市销率。

但我口说无凭。美国 Sun 微系统公司 CEO 斯科特·麦克尼利（Scott McNealy）（5.68 美元）明确指出：

> 但是在两年之前，我们的股价曾达到销售额的 10 倍，当时的股价为 64 美元。按照 10 倍的市销率，如果按 10 年期还本付息的话，我要在 10 年内向股东支付 100% 的股利率。这就相当于假设我能得到股东的理解；假设我能按零成本销售商品，这对于计算机公司来说是极其困难的；假设经营费用为零，而这对拥有 39 000 名雇员的公司则是不现实的；还要假设我不需要支付税款，这同样是不可能的；作为投资者，你不需要为股利纳税，这显然是违法的；假设未来 10 年在没有研发成本的情况下保持现有的收入增长率。现在，即便我们能做到这些，你会愿意以 64 美元购买我们的股票吗？你能感受到这些假设有多么的荒诞不稽吗？
>
> 曾对那些打算以 64 美元买进公司股票的投资者大加嘲讽——这个价格相当于销售额的 10 倍。他对投资者正在回归、不欠雇员薪金、不欠税款的假设嗤之以鼻。他指出："你是否意识到这些基本假设有多荒唐吗？不需要我们提供什么信息，也不需要什么注释。事实很清楚，这是不可能的。"
>
> 斯科特·麦克尼利，《商业周刊》，2002 年 4 月。

谢正彦和拉尔夫·沃克林在 2006 年发表的一篇论文对高市销率股票的荒唐本性进行了探讨。他们把这些股票称作"野兽"概念股，因为要购买这种股票，你首先要相信它背后的概念，因此，我更喜欢把这种股票称作"故事股"。

这些股票背后的故事大多精彩纷呈。它为投资者创造了一种无限成长的美好未来。简单的故事也能成为强大的行为动机。它们诱惑的是大脑中操纵情绪的 X 系统，而对掌管逻辑思维的 C 系统则毫无魅力。

在《七宗基本情节：我们为何要讲故事》（*The Seven Basic Plots: Why We Tell Stories*）这本妙趣横生的书中，作者克里斯托弗·布克（Christopher Booker）提到，在常见、也是最有诱惑力的故事情节之一，就是一夜暴富。他指出："在这样的故事中，我们会看到一个平凡无奇、无足轻重的人物，一个被所有人忽视贬低的小人物，突然之

⊖ 投资者很可能会固定在 PE 等常见估值指标的数字上，然后，再用这个不正确的基准去比较市销率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间成为舞台聚光灯里的明星，成为与众不同的大人物。”而在我们的投资世界，讲述这个一夜暴富故事的人就是故事股。人们之所以愿意购买这些几乎根本不可能支付高回报的彩票，正是出于相同的心态。

谢正彦和沃克林把全部股票中排在前10%的股票定义为概念股。图23-1为美股市销率最高10%股票的平均市销率（我们已经根据截至1999年的数据对谢正彦和沃克林的结论进行了更新）。网络股的疯狂，更是把概念股的火爆推到了极致，这些股票的市销率竟然一度接近48倍！而目前超过10倍的市销率同样值得注意——这不免会让我们重新想起麦克尼利上面的那段话。在全部样本中，平均市价对销售额的平均比率还不到9倍。但这与泡沫时期还不完全一样。如果选取1967年到1995年的样本，平均市销率却仅在5.5倍左右。

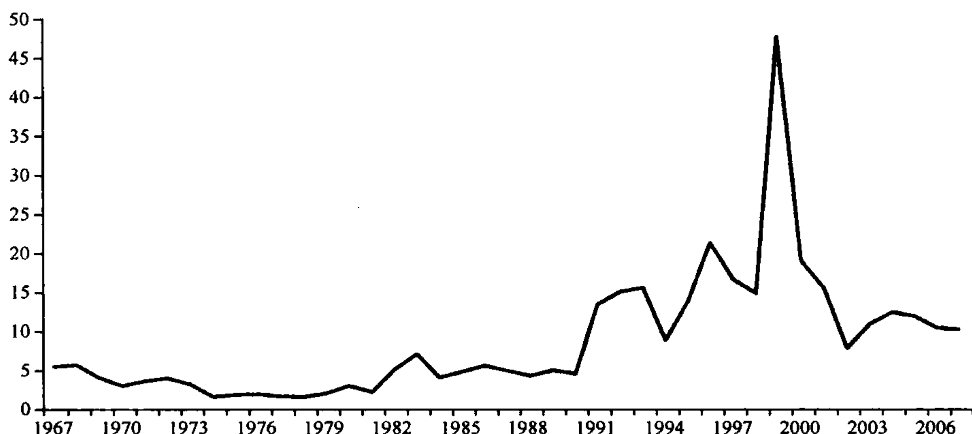


图23-1 美股市销率前10%股票的平均市销率

资料来源：摘自Hsieh和Walkling，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

同样需要指出的是，在美国股市，均价对销售额的平均比率一直处于攀升状态。只需要扫一眼图23-2，我们就可以对这种趋势一目了然。目前的市销率为1.8倍，全部样本的平均市销率为0.9倍，而1967年到1995年的全部样本平均市销率为只有0.6倍。

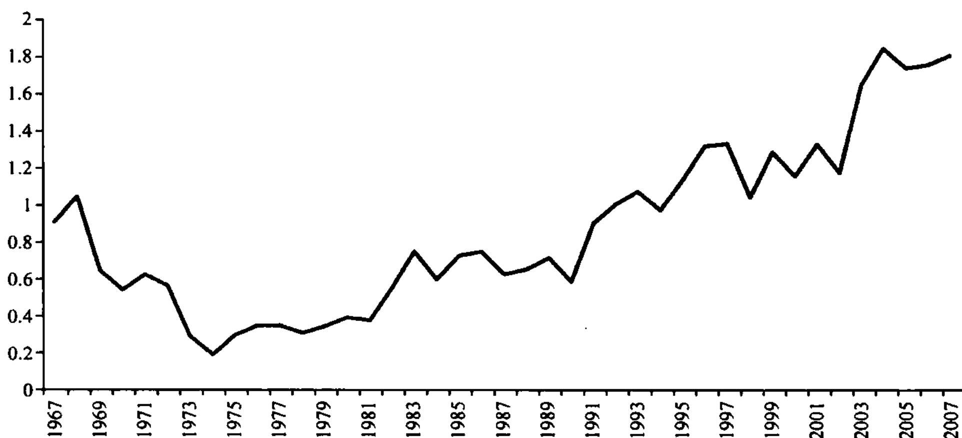


图23-2 美国股市的平均市销率

资料来源：摘自Hsieh和Walkling，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人以为，故事股只是少数几个行业的特有产物。但谢正彦和沃克林认为，很多行业都可以出现故事股。石油天然气、金属采矿业、化工、健康医疗甚至是公共事业，都曾有过在聚光灯下闪耀的时刻。但股票市场瞬息万变，一旦开始追逐市场潮流，投资者就会变成反复无常的怪物。

拥有高市销率的故事股往往会成为不甘寂寞、捉摸不定的投资者的挚爱。图 23-3 为平均持有期情况。由图可见，全部股票的平均持有期呈现明显下降趋势（我们多次提及这个方面），但故事股（或称概念股）的平均持有期则缩短得更为明显。从 1973 年到 1981 年，普通股票的平均持有期接近 35 个月，但持有期最短的股票却只有 8 个月。故事股在 1973 年到 1981 年期间的平均持有期为 26 个月。不过，在谢正彦和沃克林选取的样本中，持有期最短的股票则仅有 4 个月。

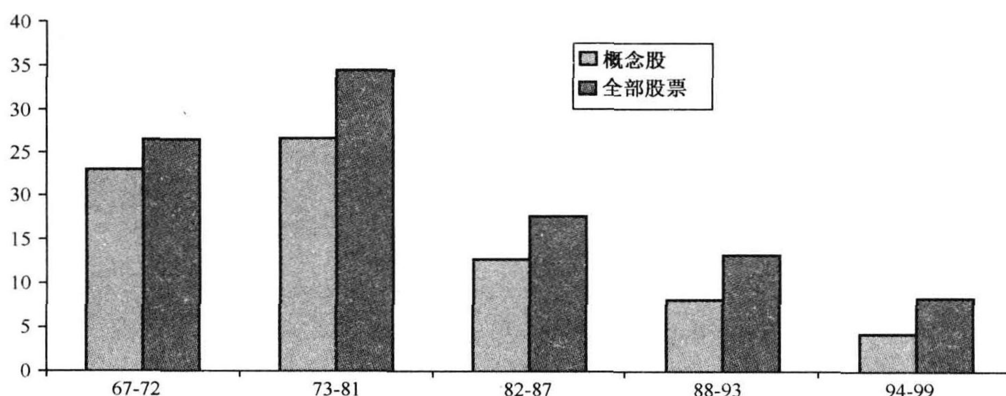


图 23-3 平均持有期/月

资料来源：摘自 Hsieh 和 Walkling，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

其实，我们不妨想想，所有这一切的根源不过是互联网泡沫带来的一时兴旺，图 23-4显示了各大洲主要证券交易所的平均持有期情况。纳斯达克的平均持有期仅有 4 个月！

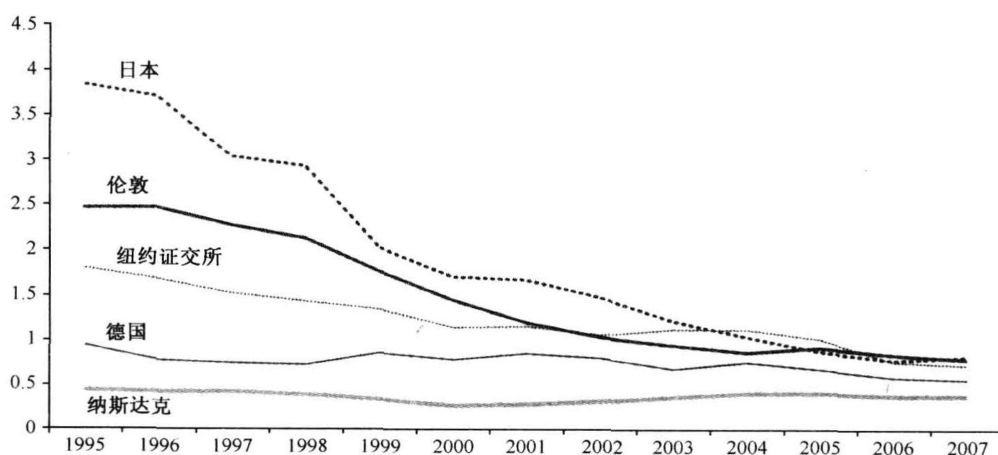


图 23-4 平均持有期/年

资料来源：德累斯顿银行宏观研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢正彦和沃克林的研究表明，高市销率股票的收益率明显低于其他股票。你也许会说，这只不过是价值股溢价的又一体现而已，何必大惊小怪！为了解释这个问题，谢正彦和沃克林将每一故事股与其他具有相近规模和市账率的股票进行了比较。再考虑股票市值规模和风险之后，就可以在半独立于其他因素的情况下，对故事股的业绩进行检验。

如图23-5所示，在考虑市值规模和风格之后，故事股会遭遇艰难境遇。在1981年之后，高市销率股票的收益率在第一年低于相近股票约5%；到了第四年，这个差距则扩大到最高点——24%。

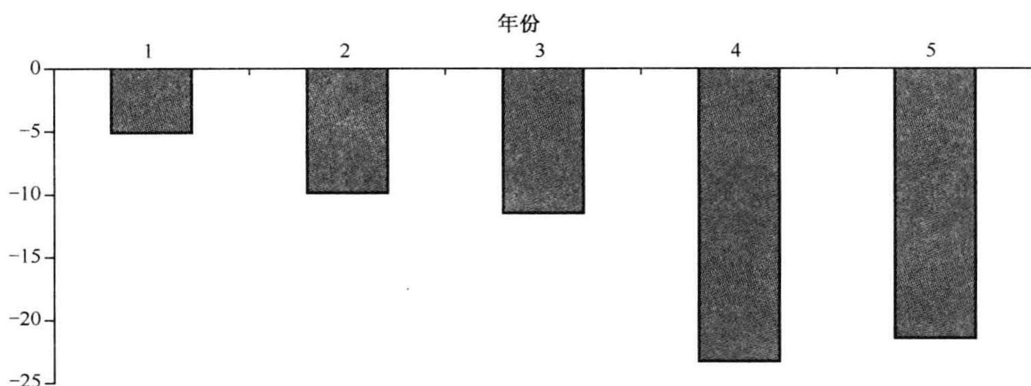


图23-5 故事股业绩落后于大盘的差距（平均收益率,%；具有相近的市值规模和交易风格；美国，1981～1999）

资料来源：摘自Hsieh和Walkling，2006；德累斯顿银行宏观研究部。

这样的数据不仅只属于美国市场。伯德和卡萨维切亚（2007）指出，欧洲市场的结果与美国极其相似。他们对欧洲股票的市销率进行了检验（按国家进行调整）。图23-6显示了低市销率、故事股和普通公司股票的业绩。与美国数据非常类似的是，故事股的业绩明显落后于低市销率股票，其差距居然超过35%（三年期），在三年内的平均收益率甚至还低于大盘将近12%！由此可见，故事股的低劣表现似乎蔓延于整个市场。

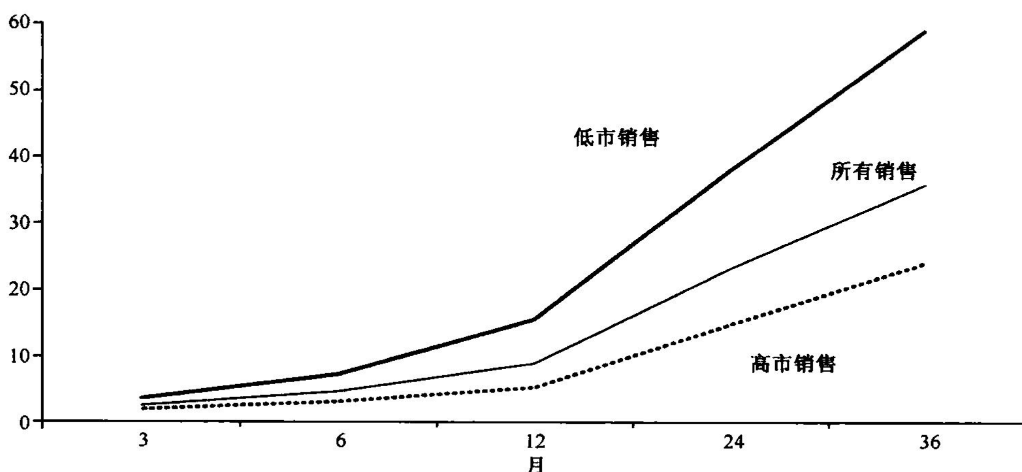


图23-6 故事股的业绩差距（平均收益率,%），欧洲，1989～2004

资料来源：摘自Bird和Casavecchia，2005；德累斯顿银行宏观研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归根结底，投资者应该规避拥有高市销率的股票。它们背后的故事或许极具诱惑力，就如同女巫那魔力无穷的歌声。但是，在奥德修斯的战船在经过女巫们居住的小岛时，他下令用蜂蜡堵住船员的耳朵，让船员把自己绑在柱子上，以逃避女巫那充满诱惑但却灾难无穷的歌声，这让奥德修斯和他的水手逃过一劫。

在接到经纪人的电话或是鼓吹某个好投资产品的推荐时，投资者或许也应该采取这种听而不闻、视而不见的做法。投资者切莫为故事所迷惑，而是应该关注事实，把麦克尼利这段寓意深刻、发人深省的话贴在自己的桌子上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章

认识投资的阴暗面：海盗、窃贼与卖空者[㊀]

一个好的卖空对象到底应该具备哪些条件呢？尽管这貌似一个简单得不能再简单的问题，但大多数分析师却似乎不屑于回答这个问题。事实最有说服力：只有10%～15%的投资建议推荐投资者卖空！我们对三个可以用来判断卖空机会的因素进行了检验。在本质上，我们需要寻找廉价股票、不断恶化的基本面和糟糕的资本约束。在历史上，按这个"不检点"的三位一体原则构建的组合，其价值年均跌幅为6%。今天，按这个标准得到的股票数量达到史上最高峰。或许我们应该笑对股市的阴暗面了。

- 卖空者从来就是被人们辱骂和嘲笑的对象。不过，这一直让我感到不可思议：因为这无异于惩罚警察，而不是罪犯。这个诡异的结果自然让很多人对这条道路望而生畏。但是，我本人通过自下而上的分析却鲜有发现便宜货，因此，我们怀疑投资机会可能更多地隐藏在卖空面。
- 一个美妙的卖空对象到底具有哪些特征呢？我们建议采用如下这个"不检点"的三位一体判断标准：高市销率（price-to-sales ratio）、持续恶化的基本面（表现为较低的"皮奥特洛斯基F值"）和弱资本约束（表现为较高的总资产增长率）。在这三个指标中，尽管每一个都是有效的判断标准，但结合使用肯定更有说服力。
- 在1985～2007年间，对于逐年调整、保持结构稳定的此类欧洲股票组合，其绝对值的年均跌幅超过6%（需要注意的是，同期大盘的年均增长率为13%）。在这22年里，此类股票组合实现绝对负收益率的年份为10年。在这22年里，它们的业绩低于市场指数的年份达到了18年。美国市场的数据与此类似。
- 这种策略在以往几年里似乎并不如意。在过去的5年里，我们的卖空组合居然在三年里跑赢大盘！这显然是对我们的垃圾寻宝策略的最大褒奖。
- 有趣的是，我们发现，通过卖空标准，可以进入我们的卖空组合的股票数量达到了历史最高峰。在总体上，根据我们对选取原本的检验，欧洲股票组合的股票数量约为20只。今天，此类组合的股票数量几乎达到100只。在美国股市，此类组合的股票数量约为30只；目前则有174只股票通过卖空标准。可以认为，这与我们的自下而上式分析结果几乎如出一辙：深度价值投资机会微乎其微。毫无疑问，今天的投资机会隐藏在空方，而不是多方。或许我们应该笑对股市的阴暗面了。

㊀ 本文首次刊登于2008年5月13日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一直让我感到百思而不得其解的是，只要有一家大企业破产，卖空者便在突然之间变成了金融市场上的精神病患者。这显然只是理性的丧失，因为他们并没有去分析企业本身所采取的极端恶劣的决策（某些决策甚至涉嫌犯罪），却把卖空者当成不可饶恕的罪魁祸首。

正如《纽约时报》最近一篇报道带给我们的启示，它告诉我们，卖空者从来就不是什么新鲜事物。

> 当荷兰还在依靠向东方贩卖香料的时候，荷兰政府曾镇压了一批反叛者，他们担心这些人会掠夺这个国家刚刚找到的财富。
>
> 制造这些麻烦的人既不是凶蛮的海盗，也不是西班牙的窃贼——他们只是阿姆斯特丹证券交易所里的一些交易商。他们的罪行是：卖空荷兰东印度公司的股票，据说，这也是世界上第一家发行股票的公司。
>
> 抛售股票等资产以期价格下跌的卖空者一直是千夫所指的对象。在18、19世纪的大部分时间里，英格兰一直禁止卖空行为。拿破仑甚至把他们称作国家的敌人。德国的最后一个皇帝甚至征召他们攻击美国市场（抑或这也是美国人自己的担心而已）。
>
> ——詹尼·安德森（Jenny Anderson），《纽约时报》，2008年4月30日

我的自下而上式估值分析并没有找到什么投资机会。这让我想到，真正的机会或许隐藏在当前市场的卖空方。因此，我怀疑是不是应该走进市场的阴暗面！

这对分析师来说永远是一个无法摆脱的诅咒。如图24-1所示，在全部投资建议中，推荐卖空的比例低得可怜。我们的研究部主管刚刚向我介绍了下面的图24-2，该图表明，在各投资银行中，兴业银行的卖空建议的百分比最高。（让兴业银行出现在做多排名的前列或许更令人愉悦！）

所有这一切开始让我认真思考如何识别潜在的卖空对象。根据第十九章（基于有限的资料）的结论，我想着重关注如下几个体现劣质股票的核心指标。

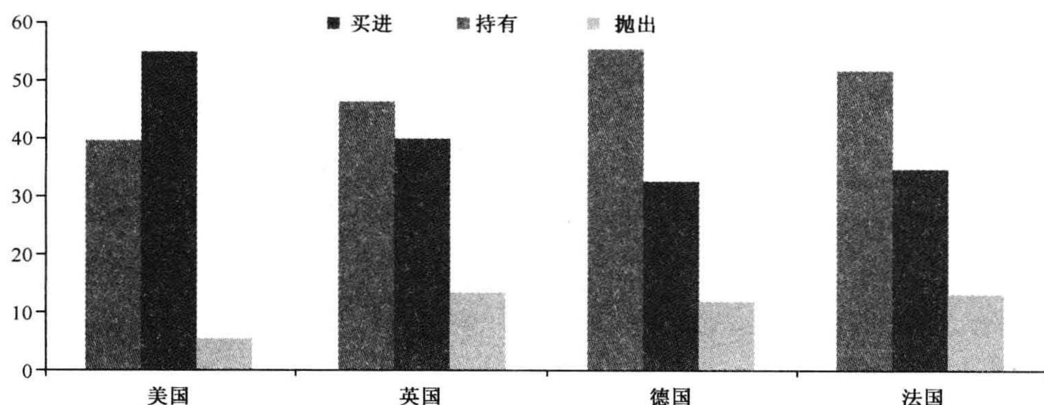


图24-1 各类投资推荐所占的百分比

资料来源：彭博，SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

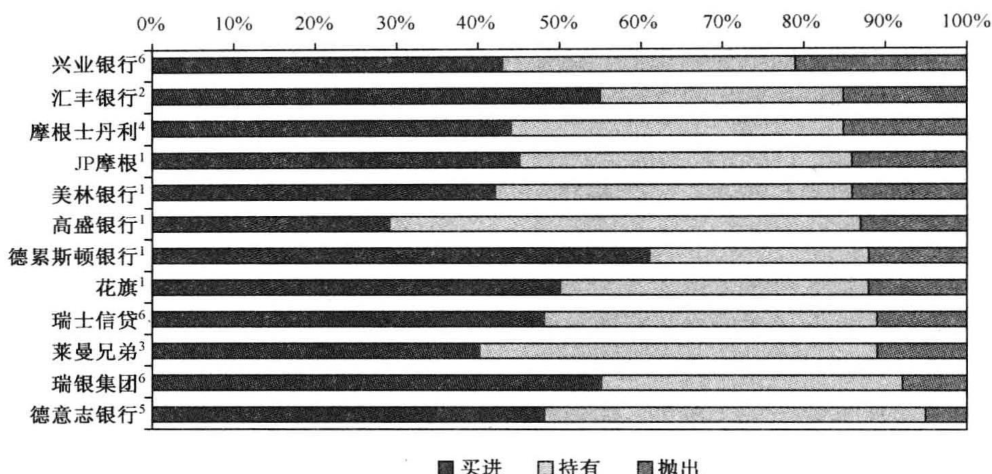


图 24-2 各类投资推荐所占的百分比

资料来源：相关公司披露的资料，截止期为：1—2007 年 12 月 31 日；2—2008 年 2 月 15 日；3—2008 年 2 月 29 日；4—2008 年 3 月 3 日；5—2008 年 3 月 11 日；6—2008 年 3 月 18 日。

◇ 市场估值

显然（自然是出于我个人的价值偏向），劣等业绩股票的主要来源之一就是高估值。当然，对股票进行估值的方法不计其数。不过，从卖空者的角度看，最有价值的方法无疑是市销率。

关注高市销率可以让我们冷眼面对魅力股——那些完全脱离现实的股票。在投资者激情四射的时候，他们总喜欢看到更令人振奋的损益表，因为高盈利可以让估值成数保持“低”水平。实际上，在网络泡沫时代，市场是在用每个用户的平均收入进行估值——只要让他们手指不断点击鼠标，两眼紧盯显示器，便能让商家财源不断。

因此，只要我听到有人采用市销率来分析股票，我都会情不自禁地想到，他们肯定是想隐藏什么东西。不过，由于我始终“基于证据的投资”的支持者，因此，对我来说，证据最有价值。把市销率作为一种策略性依据能行得通吗？

图 24-3 为 1985 ~ 2007 年期间不同市销率欧洲股票（按市销率五等分位分类）的市场表现。最便宜股票的表现让最昂贵股票自叹弗如，这一点也不奇怪。

为了对这个特殊的估值指标进行检验，我们对多空仓组合的收益率按价值与欧洲 MSCI 指数之差进行回归。结果显示出明显的“阿尔法”，因此，市销率显然比市账比更有说服力（如前讨论）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

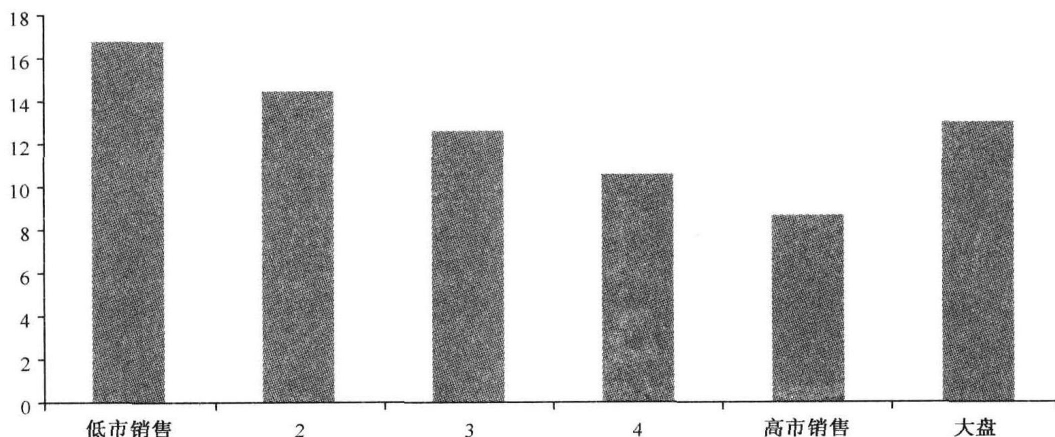


图 24-3　市销率的五等分位（平均%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 财务分析

在我的卖空策略中，第二个要素就是要检验企业的财务分析过程。人们经常会把我对分析师的坦率批评理解为，我认为财务分析就是在浪费时间。分析师把那么多的时间浪费在去尝试不可能的事情上，比如说预测收益，这让我绝望至极，但是，我依旧是一个忠实的基本面支持者。

以前，我一直主张采用约瑟夫·皮奥特洛斯基（Joseph Piotroski）设计的 F 统计值，我认为这是一种简单但却极为有效的基本面量化方法。在最初的一篇论文中（Piotroski，2000），皮奥特洛斯基指出，以基本面分析作为筛选标准有助于把价值股与价值陷阱区别开来。在随后的一篇论文中（Piotroski，2004），他又对财务筛选标准是否有助于提高各类风格的业绩进行了研究。

皮奥特洛斯基提出的筛选标准是一个以会计为基础的简单 9 变量记分体系。表 24-1 显示了该体系在计算中所采用的 9 个基本变量。实际上，皮奥特洛斯基采用的指标以三类财务分析为基础，从而对改善基本面的可能性进行评估。

表 24-1　皮奥特洛斯基的筛选标准

变量	得分
盈利性	
资产收益率（ROA）	如果 ROA >0，那么，得分为 1，否则为 0
资产收益率变动	如果 ROA 变动量 >0，那么，得分为 1，否则为 0
经营活动产生的现金流量（CFO）	如果 CFO >0，那么，得分为 1，否则为 0
应计项目	如果 CFO > ROA，那么，得分为 1，否则为 0
负债、流动性及资金来源	
负债	如果形成总资产的长期负债变动量 <0，那么，得分为 1，否则为 0
流动性	如果流动比率 >0，那么，得分为 1，否则为 0
融资	如果股票发行量 <0，那么，得分为 1，否则为 0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

变量	得分
经营效率	
毛利率	如果毛利润 >0，那么，得分为 1，否则为 0
资产周转率	如果资产周转率 >0，那么，得分为 1，否则为 0

资料来源：SG Global Strategy Research。

显而易见，经营利润和现金流量可以帮助我们认识一个企业从内部创造资金和支付股利的能力。持续增长的收益也是企业基本面不断改善的一个标志。现金流与财务利润之间的关系也可以反映收益质量。

随后的三个变量则是用于衡量资本结构及一般性偿债能力的变化。如果你喜欢的话，还可以用这些指标评估企业破产的可能性，并对资产负债表进行汇总评分。

总 F 记分中的最后元素反映了企业的经营效率。喜欢杜邦分析的读者肯定熟悉这里所采用的变量，因为两者均源于对资产收益率（ROA）的常规性分解。在对表 24-1 所示的指标进行评价之后，我们就可以得到一个公司的 F 值，它就是各独立变量得分的总和（故，F 值的范围为 0 到 9）。

皮奥特洛斯基对 1972 ~ 2001 年间的美国市场进行了 F 值检验。他的主要研究结果如图 24-4 所示，该图显示了各 F 值对应的原始收益率（raw return）。低 F 值（0 ~ 3）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 7.3%（ –5.5%）；中等 F 值（4 ~6）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 15.5%（3%）；最高 F 值（7 ~9）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 21%（7.8%）。这显然可以说明，基本面分析可以成为超额收益的来源！

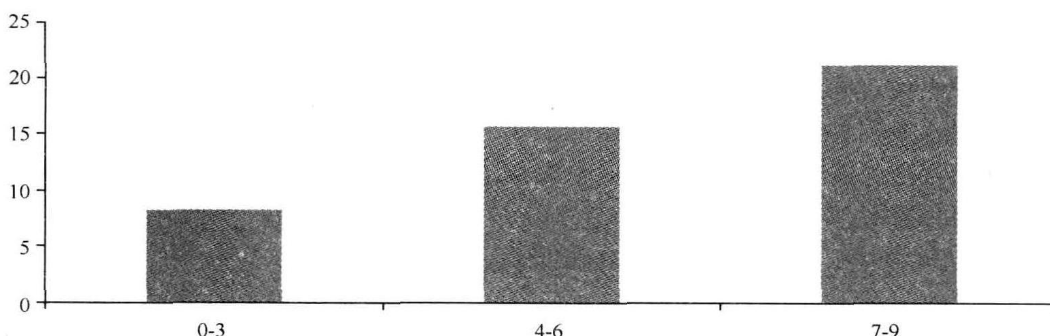


图 24-4　皮奥特洛斯基选股标准对美国股票的运用（1972 ~ 2001，年均收益率，%）

资料来源：Piotroski，2004。

我发现，来自欧洲的证据亦显示出相同规律（见图 24-5）。低 F 值（0 ~ 3）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 4.4%（ –8%）；中等 F 值（4 ~ 6）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 13.1%（0.5%）；最高 F 值（7 ~ 9）对应的未经调整的年均收益率（市场调整后收益率）为 15%（2.5%）。

皮奥特洛斯基还对这种方法在分析价值股和热门股业绩方面的运用进行了探讨。他指出：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

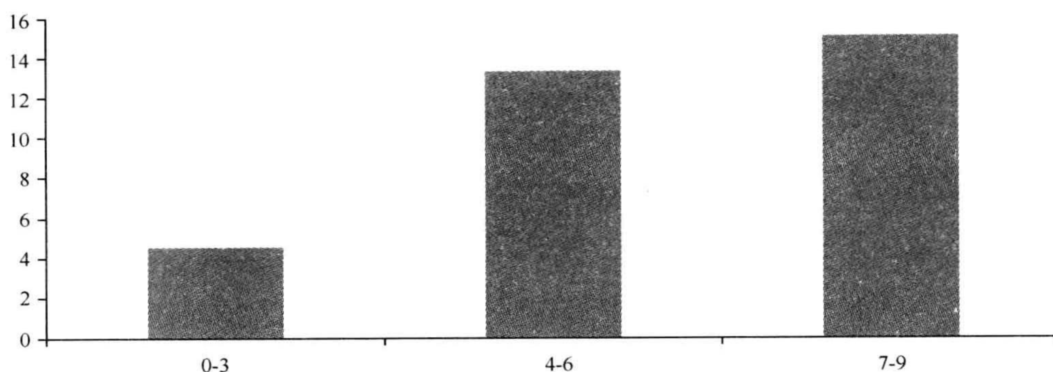


图 24-5　皮奥特洛斯基选股标准对欧洲股票的运用（1985～2007，年均收益率,%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

对投资者来说，要以系统化方式真正识别出被低估值的成长型企业或是被高估值的价值型企业，并始终保持财务报表分析的结论与每个市价组合的内在预期偏差相互一致，绝对是一件难上加难的事情。当 F 统计值与这些公司的预期业绩一致时（即，成长型企业的强大市场表现与价值型企业的拙劣市场表现），各个组合的收益率必将接近于市场平均收益率。实际上，如果一个财务信号能验证已经包含在价格中的任何预期，那么，这个信号都将立刻反映在这个价格当中，而与此相悖的逆向信号，在没有接收到验证性消息之前，在价格中的反应强度将被大打折扣。因此，成长型企业以往的好消息并不能带来超额收益，而价值型企业以往的利好消息则是值得期待的机会；反之亦然，坏消息对两种类型企业的影响与此相同。

我们收集的欧洲市场数据验证了图 24-6 所示的结论。具有较高 F 统计值的价值股确实表现优异（未经调整的年均收益率超过 20%，某些甚至超过价值股平均收益率的 4%）。而具有较低 F 统计值的成长股则表现低劣（未经调整的年均收益率为 -0.7%，某些甚至比成长股平均收益率差 9%）。

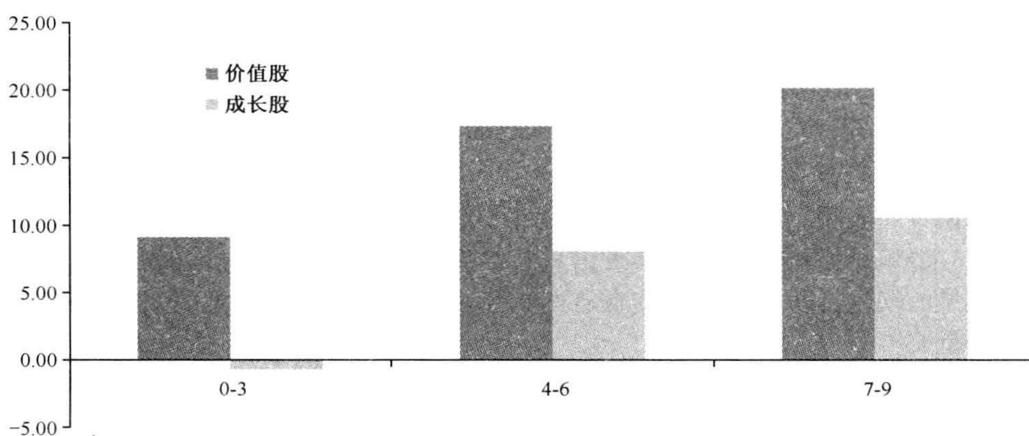


图 24-6　皮奥特洛斯基选股标准在欧洲的运用实效（年均收益率,%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在判断卖空对象这个问题上，我们不妨这样认为：高价股票可以为我们提供更多的选择。为此，综合上述两个要素，应该可以获得一份较为合理的卖空对象清单。不过，在最终确定卖空对象之前，我希望再分析一个更重要的因素。

◇资本的约束性（capital discipline）

在我的潜在卖空对象判定标准中，最后一个元素就是缺乏资本约束机制。麦肯锡的一项调查[⊖]表明，企业本身都知道自己并不擅长资本约束。"企业高管"（Corporate level executives）进行的调查发现，"本公司17%的已投资资金均属于应予以终止的收益不足项目，16%的投资从一开始就属于彻头彻尾的决策失误"。而更接近于一线的基层管理者（经营部门主管及一线经理）则认为，更多的项目最初就不应该取得批准（比例居然达到了21%）！

上述调查还问及调查对象在企业投资各领域的预测准确度如何，比如完成项目所需要的时间、对销售额的影响以及成本等。调查结果反映在图24-7。近70%的管理者认为，他们对完成项目所需时间的预测过于乐观——"规划谬误"[⊖]就是最典型的例证。50%的被调查对象指出，他们在投资对销售额的影响上的预测过于乐观，而40%的人则对成本作出了不切实际的乐观估计。

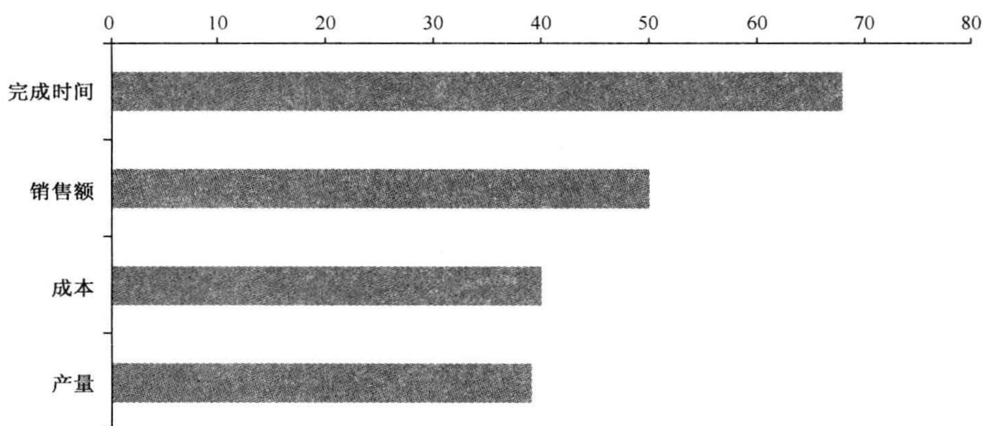


图24-7 在如下方面作出过于乐观预测的管理者所占比例（%）

资料来源：McKinsey。

该项调查还表明，近40%的被调查对象认为，管理者在提交投资建议书的时候，存在刻意"隐瞒、限制或者干脆篡改信息"的现象！此外，被调查对象还着重提及派出反对意见的现象，超过50%参与调查的人指出，回避持反对意见的上司对通过投资建议尤为重要。

基于上述观点，迈克尔·库珀（Michael J. Cooper）、休斯因·古伦（Huseyin Gulen）

⊖ "企业如何花钱：麦肯锡全球调查"（How Companies Spend Their Money: A McKinsey Global Survey），《麦肯锡季刊》（*McKinsey Quarterly*），2007年6月。

⊖ planning fallacy，行为学术语，指在估计过程中过于乐观不考虑过去经验，从而导致对困难和问题的低估。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及迈克尔·希尔（Michael J. Schill）在2006年的研究成果自然也就不足为奇了（见图24-8）。他们对总资产增长率在预测股票收益率的能力进行了研究。当然，使用总资产增长率的优点在于它能全面反映投资与撤资的总体状况。

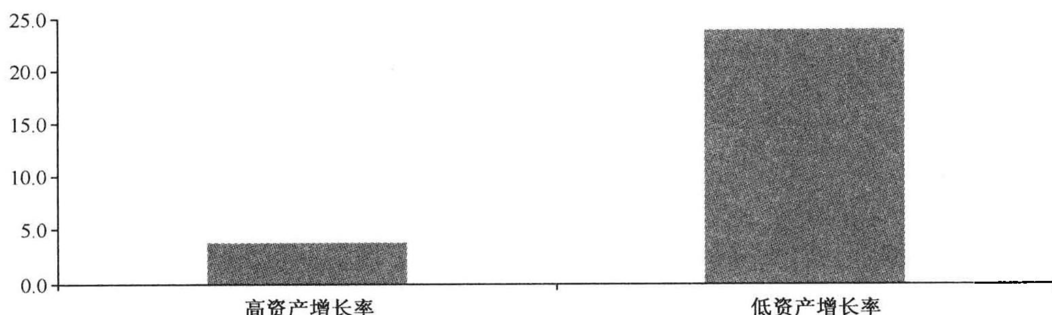


图24-8 按资产增长率分类的股票业绩（年均收益率%，美国市场，1968～2003）

资料来源：Cooper 等人，2006；SG Global Strategy Research。

在他们选取的1968～2003年间美国市场数据中，库珀等人发现，相对于总资产增长率较高的公司，总资产增长率较低的公司的年均收益率居然不可思议地高出了20%。即使在剔除市场、规模和风格因素，低资产增长率公司的年均收益率仍然比高资产增长率公司高出了13个百分点。

来自欧洲市场的证据同样不乏说服力（见图24-9）。我们发现，在1985～2007年期间，低资产增长率公司的年均收益率超过高资产增长率公司10%。但令人遗憾的是，资本约束机制似乎被很多公司及投资者所忽略。

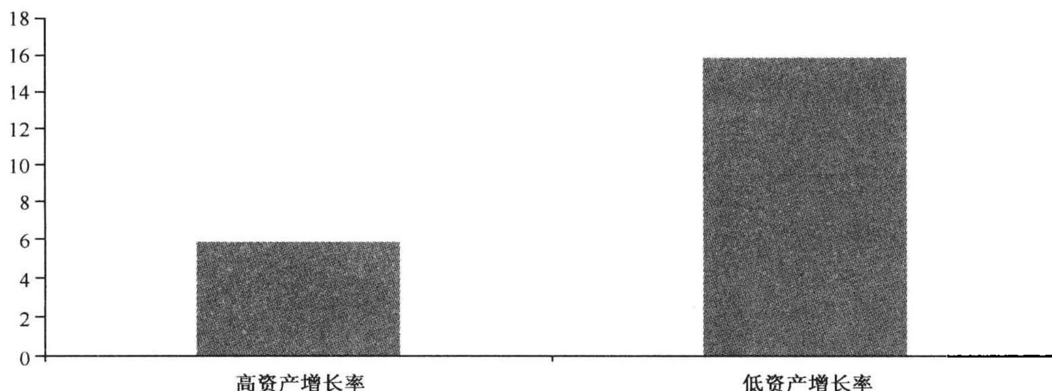


图24-9 按资产增长率分类的股票业绩（年均收益率%，欧洲市场，1985～2007）

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 总体观点

到此为止，我们已经讨论了卖空对象的三个潜在来源。但是，如果我们把这三个标准综合起来，会发生什么呢？我个人定义卖空对象的标准为：市销率＞1，F统计值不超过3，以及总资产增长率达到两位数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实证明，这是一个极具威力的组合。从1985年到2007年，如果以此类股票构建一个逐年均衡的组合，其收益率的年均下跌幅度将超过6%，相比之下，欧洲市场的大盘年均收益率则是13%（见图24-10）！尽管我们未提供美国市场的检验结果，但基本情况极为接近。

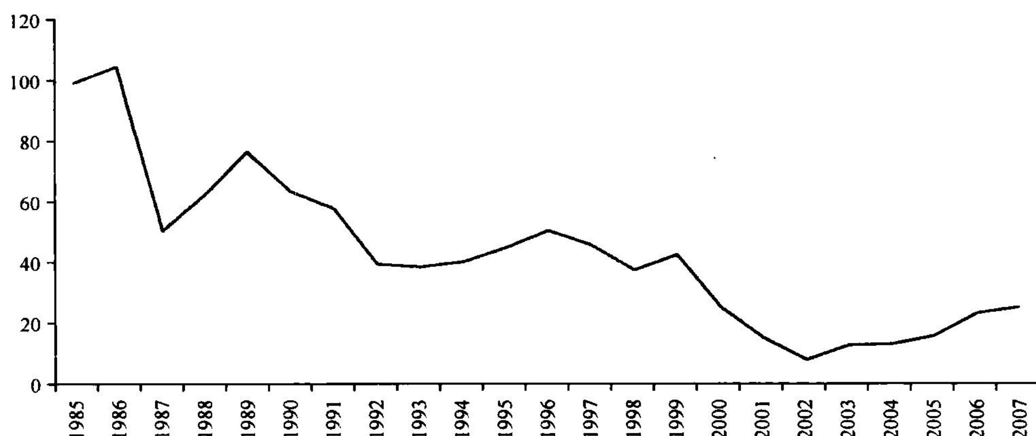


图24-10 虚构的欧洲卖空组合的绝对收益率（1985 = 100）

资料来源：SG Global Strategy Research。

按照这个假设，卖空组合的阿尔法系数为低于20%的负数，其贝塔系数为1.3。在这23年的时间里，该组合的绝对收益率在10年内为负数（占全部时间的45%）。在这23年里，其收益率低于大盘指数的年数为18年（占全部时间的81%）。

按照该标准挑选的股票，其年均收益率下跌8%（下跌幅度的中值为9.6%）。因此，该模型还有利于挑选出在做多方面表现优异的股票。因此，采用止损技术可以明显改善我们这个卖空组合的表现。例如，设置20%的止损限制可以将年均收益率从-6%提到-13%（见图24-11）。

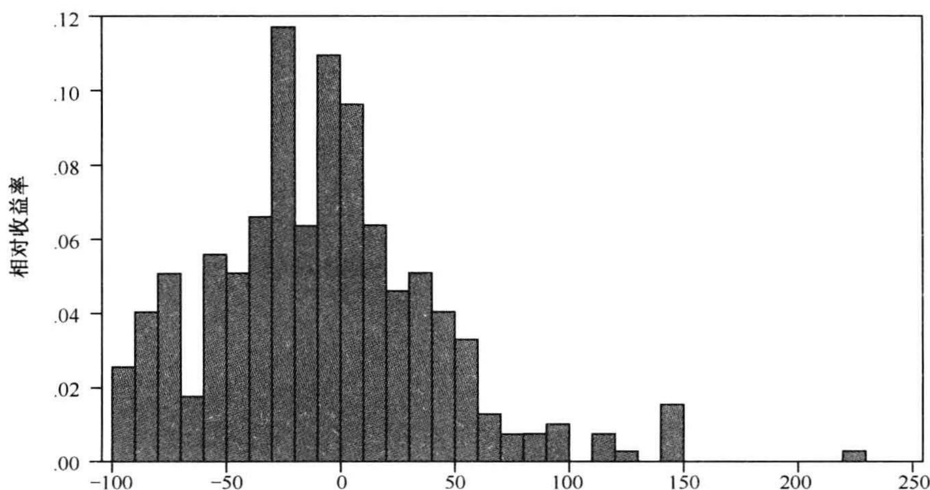


图24-11 收益率的分布——欧洲，1985～2007

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的老读者都知道，我一直认为，2002 年底之后的大部分时间以“追赶垃圾”(dash to trash) 为特征。我们可以从图 24-12 中清晰地看到这一点。2003 年，卖空组合的收益率超过大盘 6%！这样的业绩在 2005 年和 2006 年再次重复出现，只不过程度略有减弱。

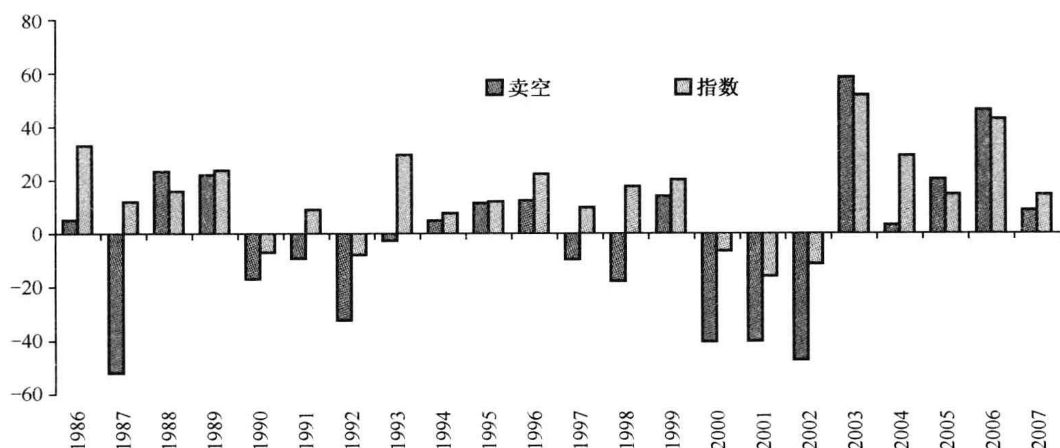


图 24-12 欧洲市场的卖空组合及大盘的年均收益率（%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

尽管此类组合在近年里步履维艰，但我依旧相信，它始终是寻找卖空目标的合理途径，只要我们不犯错误，做空方将为我们创造出更多的机会，而且未来也必将证明它的强大效力。

最后两个图表印证了我在本章开始时提出的观点。它们显示出通过卖空对象筛选标准的股票数量。在欧洲（见图 24-13），历来的年均样本规模约为 20 只股票。而目前按符合该标准的股票数量则达到史上最高——接近 100 只。

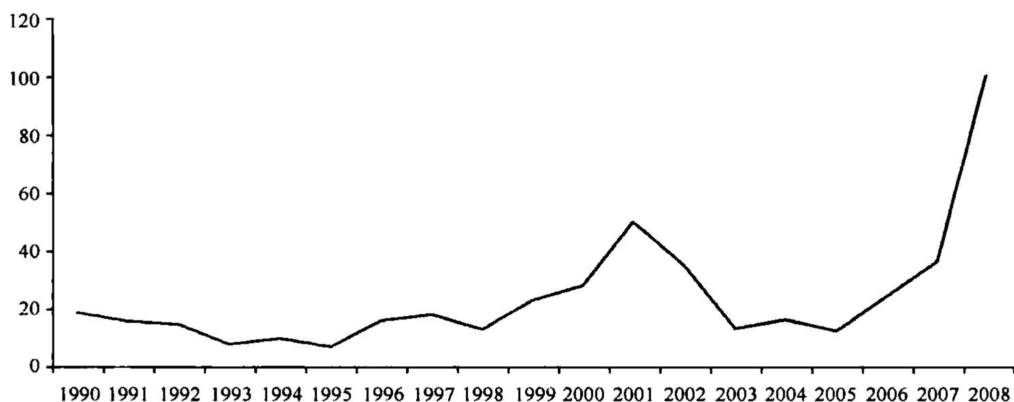


图 24-13 通过卖空对象筛选标准的股票数量——欧洲

资料来源：SG Global Strategy Research。

在美国（见图 24-14），以往年份的年均样本规模约为 30 只股票。目前，符合该标准的股票数量则不低于 174 只。这足以验证我在本章开头时提到的低价值标准，同时也表明，目前的做空方确实蕴藏着大量的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

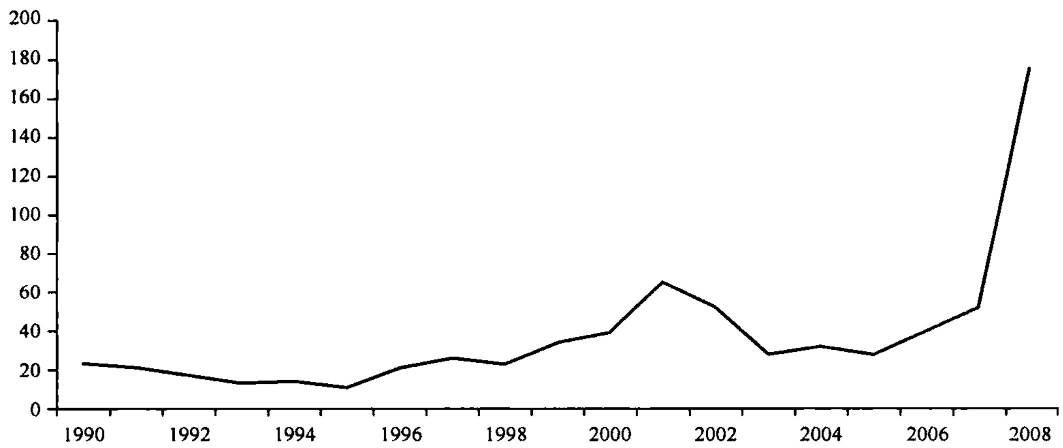


图 24-14　通过卖空对象筛选标准的股票数量——美国

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章

弄虚作假还是公开抢劫[一]

在形势一片大好时，几乎没有人会注意收益质量和报表附注这种“平淡无奇”的东西。但是，在逆境下，被忽视的“细节”往往会向投资者反咬一口。但这个结论的例外情况同样令人瞩目。卖空者往往是最注重基本面的投资者。实际上，卖空者绝非散布流言的造假者，他们更像是财务会计监管人。为了帮助投资者对公司进行会计造假的可能性进行评估，我设计了一个专门的 C 检验值。通过与各种高估值标准综合使用，这个 C 值非常适合于识别卖空对象。

- 在大多数人的心目中，他们是妖言惑众者和阴谋家，但在我看来，在我接触过的人里，他们是最注重基本面的投资者。按照我的体会，卖空者不仅不是市场中的恶势力和毒瘤，反而是最接近于财务监管者的人。（这也是美国证券交易委员会最倡导的事情！）
- 尽管企业常常指责卖空者是骗子和阴谋家，但事实情况却是，指控者往往才是真正的犯罪者。芝加哥大学的欧文·拉蒙特（Owen Lamont）对 1977 ~ 2002 年间美国企业与卖空者之间发生的争端进行了研究。他发现，真理的最终拥有者是卖空方；在争端浮出水面后的三年里，这些被卖空股票的业绩相对于大盘的累计落差达到 42%。
- 受这些关注基本面的卖空方启发，我发明了 C 值（用于衡量造假或欺诈程度），用于揭示公司对六项常见收益操纵手段的运用情况（即：涉及几项）。当然，C 值只是我们分析一个公司是否存在粉饰报表、涉足会计欺诈现象的第一步。
- 根据研究，C 值确实有助于识别将继续维持拙劣业绩的股票。在美国和欧洲市场，拥有高 C 值的股票，其收益率低于大盘的年均值分别为 8% 和 5% 左右（在 1993 ~ 2007 年期间）。
- 当然，如果与某些估值指标共用，C 值的作用很可能会更大。毕竟，高定价股票更有动力去“欺骗”投资者，维护其高高在上的完美形象。数据最能说明问题。C 值为 5、市销率大于 2 的股票，往往会给投资者带来 4% 的负收益率（美国和欧洲市场均不例外）。在以 C 检验值为标准确定的股票中，约 50% ~60% 的收益率为负值。

在经历了 5 年的大牛市之后，投资者很可能会疏忽上市公司操纵利润的问题。在形势一片大好时，几乎没有人会注意收益质量和报表附注这种司空见惯的事情。但是

[一] 本文首次刊登于 2008 年 6 月 30 日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在逆境下，这些问题就会变成众矢之的。

不过，按照目前的形势，大多数分析师似乎只关心如何在未来 5 年内，能把每季度收益率预测精确到两位数，撰写出冠冕堂皇的公司通信，在这种情况下，他们对公司的真正分析能力很可能会变成一门追求失败的艺术。

在我遇到的以基本面为出发点的分析师中，大多数人都是毋庸置疑的卖空者。总体而言，这些家伙确实能严肃认真地对待分析，因此，在市场下行空间无限的情况下，他们只能这样做。因此，对卖空者此起彼伏的责难和谩骂，把他们称作造谣生事者和阴谋家，我认为是不可接受的，我决不同意这样的说法。我只能认为，这些指责者不是迎合被卖空企业的执政者，就是被卖空企业本身。按照我的体会，卖空者不仅不是市场中的恶势力和毒瘤，反而是最接近于财务监管者的人。

◇ 企业在撒谎，卖空者在监视：现实证据

曾就职于芝加哥大学的欧文·拉蒙特（Owen Lamont）通过研究验证了这个观点。在 2003 年发表的一篇论文中，他对被卖空公司和卖空者之间的纷争进行了检验。欧文的研究对象是 1977 ~2002 年期间发生在美国的此类纠纷。他关注的事实是，被卖空企业自称清白，并声称自己已经成为沽空对象，或者说成为阴谋陷害的对象，或是指责卖空者正在行骗。他的调查范围还包括要求监管机构介入卖空行为调查并督促持股者不要借出股票甚至建立回购计划（据此对卖空行为实施打压）的公司。

拉蒙特的研究结果表明，卖空者对市场的作用是积极而有意义的。图 25-1 显示了被卖空股票的累积收益情况。在出现争端后的三年时间里，这些被卖空股票的业绩相对于大盘的累计落差达到 42%。这表明，卖空策略是正确的，而真正以谎言和阴谋欺诈投资的往往是企业，而不是卖空者！

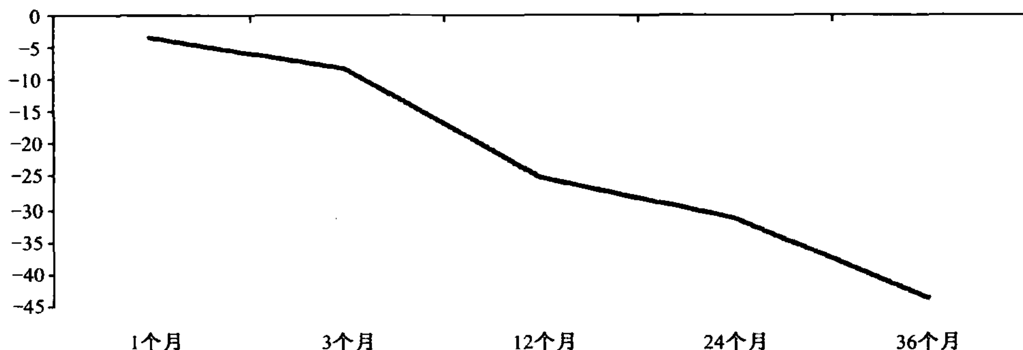


图 25-1 市场调整后的累积收益率（%）

资料来源：Lamont，2003；SG Global Strategy Research。

◇ 看看到底谁在粉饰真相——C 值

最近，我研究了一种筛选卖空股票的方法（如果不了解本章的题目“公开抢劫”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不妨联想一下第 24 章的标题“认识阴暗面：海盗、窃贼与卖空者”）。但我却发现，一种更注重会计基础的首选方法，似乎更有利于识别潜在的卖空股票，因为它可以发现那些可能在粉饰财务数据或是穷尽一切手段以超过分析师的季度财务预测的企业。

为此，我发明了 C 值（用于衡量造假或欺诈程度），用于衡量公司蒙蔽欺骗投资者的可能性。该分值取决于六个输入变量。每个输入值用于衡量一个常见的收益操纵要素：

1. 净收入和经营活动现金流之差持续扩大。总体上，管理层在操纵现金流方面的空间要远远小于操纵收益的空间。收益包含着很多高度主观性的预计因素，诸如坏账和养老金返还等。净收入和经营活动现金流差异的持续扩大很可能预示着成本费用的过度资本化。

2. 应收账款周转天数（Days Sales Outstanding，DSO）持续增加。当然，这表示应收账款的增速高于销售额增速。该指标的真实目的是进行渠道共谋（通过与客户共谋，用虚假销售来暂时提高一段时期的销售和业绩）。

3. 存货周转天数（Days Sales of Inventory，DSI）增加。存货的增加很可能意味着销售放缓，这绝对不是好兆头。

4. 其他流动资产对收入的比例上升。精明的财务总监或许清楚，投资者可能会经常了解 DSO 和 DSI，因此，他们可能会采用这种可以无所不包的项目隐藏不想让投资者注意到的东西。

5. 折旧对固定资产的比例下降。为了完成季度收益目标，公司可以随意改变资产的估计使用寿命。

6. 总资产增长率较高。有些公司频繁实施收购，并通过收购调整收益。总资产增长率较高公司的该项得分通常较为不利。

由于仅以简单的二进制（0 或 1）对这些要素赋值，因此，如果一家公司的 DSI 持续增长，那么，该公司在该项输入的得分则为 1。最后，将上述六项指标的得分加总，即得到最终的 C 值，其取值范围为 0（无操纵收益的迹象）到 6（存在明显的操纵收益迹象）。

◇ C 值是否有效？

C 值只是我们分析一个公司是否粉饰报表、涉足会计欺诈的第一步。尽管如此，它确实非常有效。图 25-2 和图 25-3 为美国和欧洲股票在 1993 ~ 2007 年期间按 C 值评价的结果（所有组合时间均为 6 月 ，持有期为 1 年）。

在美国和欧洲市场，拥有高 C 值的股票，其收益率低于大盘的年均值分别为 8% 和 5% 左右（在 1993 ~ 2007 年期间）。

在美国市场，高 C 值股票的年均收益率约低于大盘 8% 左右，实际年均收益率仅为 1.8% 。在欧洲市场，高 C 值股票的年均收益率约低于大盘 5% 左右，但其绝对年均收益率仍达到 8% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

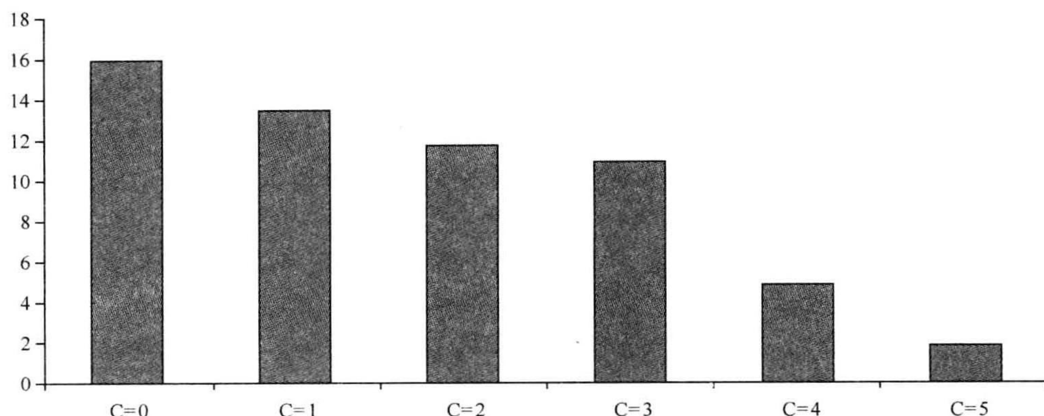


图 25-2 美国股票的 C 值检验结果（1993～2003），大盘年均收益为 10%

资料来源：SG Global Strategy Research。

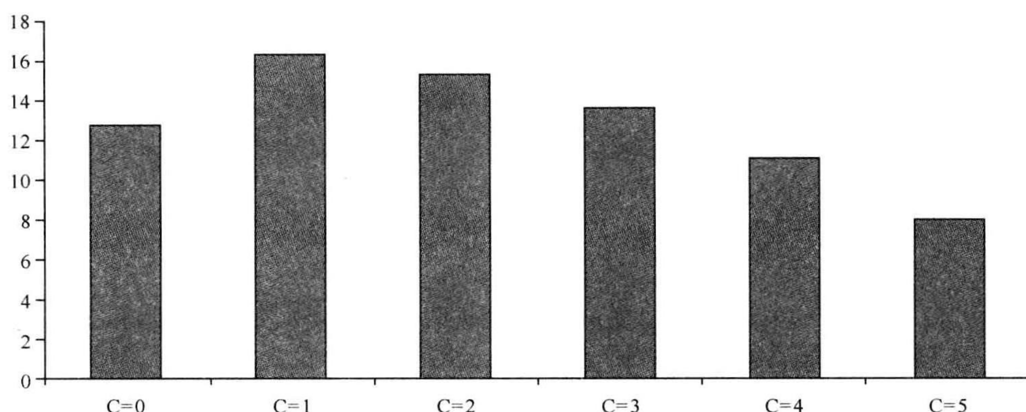


图 25-3 欧洲股票的 C 值检验结果（1993～2003），大盘年均收益为 13%

资料来源：SG Global Strategy Research。

当然，如果与某些估值指标共用，C 值可能会更有效。毕竟，热门股票（市场价格可能更高）更有动力去“欺骗”投资者，维护其高高在上的完美形象。与此同时，在被“揭穿”之后遭到处罚时，这些股票的表现很可能会远不及廉价股票。

数据可以说明这个问题。如果股票的 C 值较高，同时，其市销率大于 2，该股票的收益率会出现大幅下跌。在美国，符合该组合标准的股票将给投资者带来 4% 的负收益率（大盘的年均收益率为 -6%，54% 的股票收益率为负值）。在欧洲，符合该组合标准的股票也给投资者带来了 4% 的负收益率（大盘年均收益率为 -10%，57% 的股票收益率为负值）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十六章

烂生意：基本面看空及价值陷阱㊀

> 我在上一章里已经指出，最完美的卖空对象有四个基本特征：高估值、基本面不断恶化、资本约束不力以及会计质量低下。但是，我忽略了良好做空时机所应具有的几个传统“基本”面。我认为，可以把这些基本面归结为三个要素：糟糕的管理者、糟糕的公司和糟糕的经营策略。这三个要素显然是相互包含的，彼此之间不完全排斥。对那些可以卖空或是正在卖空的投资者，这些要素应该有助于区别价值投资时机和价值陷阱。

- 在著名的《成功之母》（*Why Smart Executives Fail*）一书中，西德尼·芬克斯坦（Sydney Finkelstein）指出了劣等管理所表现出的七个基本特征。我把这些特征称为“劣等管理者的七个不良习惯”。在本质上，糟糕的管理者总习惯于视自我为环境主宰，把个人与企业混为一谈，认为自己无所不能，不能容忍异己，喜欢成为公司的形象代言人，拒绝认可问题的长久性，固守过时的成功经验。
- 很多常见的行为特征造成了这些问题。比如，过分自信、确认偏差、从众偏差和自我服务偏差，均与芬克斯坦罗列的行为特征密切相关。因此，分析师最好对相关的管理行为进行审核。
- 有趣的是，目前有大量的证据表明，很多管理者与精神变态者有些很多共性（存在自杀倾向以及冲动控制障碍等问题）。在某种程度上可以说，劣等管理者就是成功的精神变态者。
- 芬克斯坦还提出了一套用于识别劣等公司的检验性问题。有些方面很明显，比如，过度复杂和（或）缺乏透明度的财务会计。“管理层是否对外界警示视而不见”以及“新产品是否只是迎合潮流”等其他问题也非常有实用价值。尽管很多基本面分析师认为这些问题都属于他们的研究范畴，但我看到的分析师却极少探讨这些问题。
- 最后，我们再看看常见于企业的“战略”失败。我们从历史中汲取教训的能力可怜得令人难以置信。在企业形形色色的失败中，同样的错误反复出现，前赴后继。在《亿万美元的教训课》（*Billion Dollar Lessons*）一书中，作者保罗·卡罗尔（Paul Carroll）和梅振家（Chunka Mui）揭示了七种常见的战略失误。这些失误包括虚幻的协同效应、漏洞百出的金融工程、不符合实际的席卷式扩张（失败的连环收购）、不合时宜地固守旧业、误判的邻近市场战略以及行业整合的破灭。

㊀ 本文首次刊登于2009年5月12日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 尽管企业失败的例子层出不穷，不胜枚举，但分析师们似乎对“卖出”建议依旧敬而远之。例如，在2008年的全部投资建议中，卖空建议仅占6%！这绝对让人不可思议，因为发现和认识糟糕的管理者、糟糕的公司和糟糕的经营策略，本应是分析师的分内之事。

◇ 卖空的分类

在上一章里，我们对卖空对象的定量方面进行了研究。我一直认为，一个良好的卖空对象应具有如下四个特征：高股价、基本面不断恶化、资本约束弱化以及会计质量低下。

在描述卖空组合的特征时，绿光资本公司的创始人大卫·艾因霍恩是这样说的：

> 在诸多存在严重问题的公司，如采取了不合理的经营操作手段或是曾出现过会计欺诈现象；股票交易价格与预期收益的比率（市盈率）畸高，几乎不可能实现；经营模式存在缺陷，不足以维持长期存在和发展。

法尔霍姆基金公司（Fairholme）的掌舵人布鲁斯·博考维茨（Bruce Berkowitz）从另一个完全不同的角度探寻了这个问题。他是一个单边做多的基金经理。尽管如此，在警惕过程中的确认偏差这个问题上，布鲁斯依旧得出了和我几乎完全一致的结论。布鲁斯并没有去寻找可能支持投资决策的信息，而是选择了绞尽脑汁“杀死企业”的做法。他指出：

> 我们研究公司，检查现金流，然后再想办法枪毙这个公司……我们花费大量时间思考公司可能出现的种种错误——它是否会出现衰退或是停滞，它是否会让投资者付出沉重代价，成为击倒投资者的脏弹。我们想尽一切办法枪毙自己最好的想法。如果我们不能枪毙这个想法，或许我们真的能达到一个新的境界。如果我们支持的企业已经为艰难困苦做好准备，尤其是它的管理者也已经为困难做好准备，那么，我们肯定更期待这些困难的到来，因为只有在这种逆境中，才孕育着伟大成就的种子。

在最近接受《杰出投资者文摘》（*Outstanding Investor's Digest*）的一次采访中，布鲁斯提出一系列“公司如何灭亡以及如何被杀死”的方法：

公司自取灭亡的方式多种多样，比如说不能创造现金，挥金如土，过度负债，过于依赖运气，管理层愚蠢至极，拒不承认自己的不足，会计造假等。

提到做空目标的识别，无可争议的做空大师、尼克斯联合基金公司（Kynikos Associates）总裁詹姆斯·查诺斯（Jim Chanos）在2005年接受《价值投资者洞察》（*Value Investor Insight*）的采访中，把理想的做空对象归结为四大类：

> 第一类，也是最有利可图的卖空对象，就是即将垮台的热门股。迄今为止，我们在债务支持型资产泡沫（与普通的资产泡沫相对应）取得的最大成功，就是在定时炸弹即将爆炸那一刻创造的时机：公司需要马上偿还债务，在破产清算程序中，股东之前还有大批等待清算的债权人。“债务融资”这个特征非常重要，因为它阻止我们在20世纪90年代无法做空互联网股票——实际上，它只是固执泡沫而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二类卖空时机源于：

技术落后。经济学家提出的“创造性破坏”（creative destruction）意义深远，即，新技术和创新有助于推动人类进步和 GDP 的增长。但这种变化也会导致某些行业成为时代的弃儿……在当今从模拟时代向数字时代的转换中，就在发生着这样的事情。㊀

查诺斯提出的第三类卖空对象来自那些涉嫌财务作假的公司：

这类卖空对象从含糊其辞的夸大收益到赤裸裸的欺诈，多种多样，丑态百出。我们寻找的目标，就是那些经济现实与会计报告完全脱节的公司。

最后一类卖空目标是：

消费时尚造就的热门企业。当投资者凭借以前的一次性成功去推断无限未来的时候，就会出现这样的机会。人们总是习惯于过度乐观……比如 20 世纪 80 年代的“卷心菜”娃娃（Cabbage Patch Kids），90 年代初的爱康公司“诺迪克”（NordicTrack）豪华电动跑步机，尚品公司（Salton）的乔治·福尔曼（George Forman）“拳王”烤炉。

这些类别之间存在很大的重叠性。不过，我以前很少关注经营模式和管理者形成的卖空机会，因此，我现在可以着重研究一下这个领域。

◇ 拙劣的管理者

在我们这个行业里，每个人似乎都喜欢从公司管理层的嘴里挖出有价值的投资线索（当然，我对这种做法的意义深表怀疑），但大多数人并没有去认真研究低劣管理的本性，这一点让人不可思议。

在研究企业经营失败这个问题上，我最喜爱的一本书就是西德尼·芬克斯坦的《成功之母》。在这本书里，芬克斯坦并不像大多数“管理”书籍那样，把关注点放在成功上，而是对企业的灾难性失败进行了深入分析。

在谈到低劣管理者的特性时，芬克斯坦对他们的共同特征进行了总结。我把这些特征归纳为“极度低劣管理者的七个不良习惯”。我诚恳地建议美国分析师在拜见企业高管之前，研究一下哪些习惯会出现在这些管理者身上。

极度低劣管理者的七个不良习惯：

1. 他们把自己和自己的企业视为周围环境的主宰者，对环境的变化与发展置若罔闻。
2. 他们把自己视为公司的同一体，把个人利益和企业利益完全混淆在一起。
3. 他们似乎总能解决所有问题，他们应对挑战的反应速度和果断性令人瞠目结舌。
4. 他们一定要确保每个人都 100% 地拥护自己，他们会毫不留情地铲除异己。
5. 他们自以为是公司最完美的代言人，过度关注公司形象，花费大量时间去管理和提升公司形象。

㊀ 在这个问题上，吉姆推荐读者看看克雷顿·克里斯滕森（Clayton Christensen）的传世佳作《创新者的窘境》（*The Innovator's Dilemma*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 他们把发展过程中的固有障碍当成是可以轻易消除或是克服的暂时性问题。

7. 他们固守过时的成功经验，总是毫不犹豫地操起曾让自己和公司取得成功的战略和战术。

◇ 低劣管理的行为基础

在思考低劣管理时，我首先想到的就是促使他们作出这些低劣决策的根源。这也促使我归纳出低劣管理的行为基础，或者换一种说法：到底是哪些偏见诱惑这些管理者误入歧途。

Ⅰ. 过度乐观与过度自信

最常见的行为偏差或许就是过度乐观与过度自信。我怀疑绝大多数企业管理者都同时存在这两个问题。我认为，杜克大学对 CFO 进行的调查，是说明过度自信的最佳例证。每个季度，杜克大学对 CFO 看待未来经济形势的乐观程度进行调查（以 0 到 100 评分，0 = 极度悲观，100 = 极度乐观）。同时，他们还要对本公司经济形势的乐观程度发表意见。

图 26-1 为所有管理者（无论优劣）中最常见的错误感觉。与对总体经济形势的感觉相比，他们对本公司的发展前景要乐观得多。

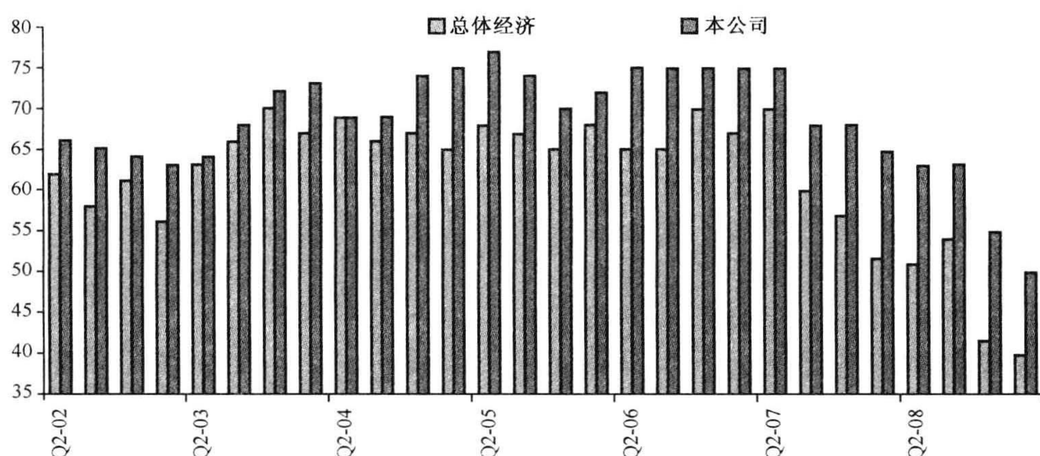


图 26-1　杜克大学对 CFO 的调查：您对……有多乐观

资料来源：SG Global Strategy。

并购业务也许最能说明企业管理者过度自信的弊病。根据毕马威咨询公司最新公布的两年一次的全球并购调查报告（2008 年 10 月 15 日），居然有多达 93% 的企业管理者认为并购能增加企业价值。在无数验证企业管理者过度乐观和过度自信的证据中，这显然是最具说服力和震撼力的证据。

图 26-2 则显示了与并购业务客观业绩的对比情况——在并购交易成交之后的两年内，实施并购企业在股票市场上的实际业绩高于行业平均水平的比例，以及管理者认为能增加企业价值的并购项目的比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

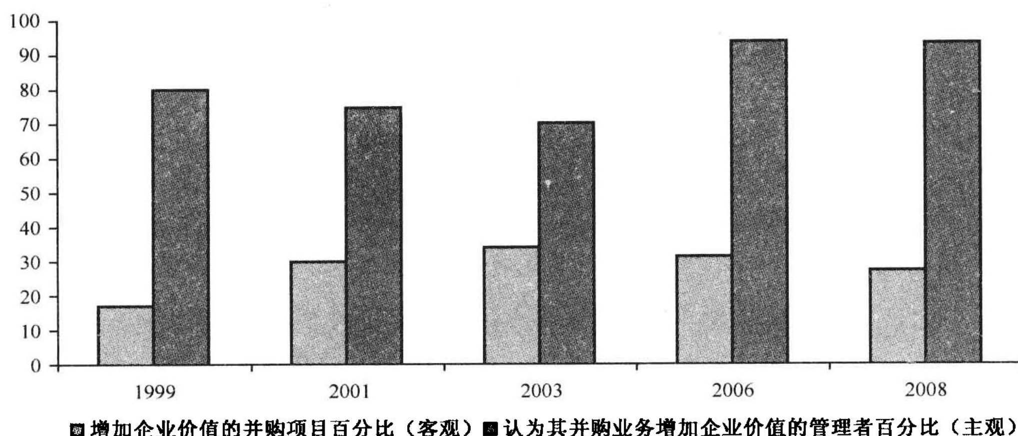


图 26-2 理想与现实：成功的并购业务百分比

资料来源：毕马威，SG Global Strategy。

奇怪的是，管理者对并购业务的期望值要远远高于并购实施后的客观情况。例如，在毕马威的最新调查中，管理者认为有 93% 的并购可以增加企业价值，但实际情况却是，只有不到 30% 的并购项目如愿以偿。

这个数字还为我经常提到的另一种行为特征提供了依据：我们向历史学习的能力极为有限。其实，我们已经发现，在过去 10 年左右的时间里，管理者确实应该以更谨慎的态度对待并购交易。但是，现实往往会与真理相距万里。实际上，企业对并购增加价值的幻觉似乎有增无减！

这表明，企业管理者根本就没有对并购的业绩情况进行过深入分析，或者说，即使他们作了分析，也对结果视而不见。谈到这种对交易后业绩进行客观评价的缺失，最典型的实例莫过于戴姆勒-奔驰（Daimler-Benz）。无论从哪个方面看，他们的合并都是失败的。这次合并造成的价值损失几乎相当于对克莱斯勒的收购价。尽管不得不承认这些令人震惊的结果，但公司 CEO 约尔根·施伦普（Jurgen Schrempp）依旧辩称此次合并是“一个绝对完美的战略”。

不幸的是，作为地球上的一个物种，我们人类总有一种把信心和能力混为一谈的坏习惯。如果你去看病，对医生说：“大夫，我得了非常严重的皮疹。”医生回答：“别担心，我知道这是怎么回事，把这些药片拿走，只要按时吃药，一个星期保证你药到病除。”你肯定心满意足地离开医院。但假如医生的回答是：“仁慈的上帝啊，这太糟糕了。我从没见过像你这么严重的皮疹。你知道这可能会传染吗？拿着这些口服药，如果还能活过一周的话，再到我这里复查。”听了这样的话，你的感觉肯定不会太好。同样，我们也希望管理者信心百倍。遗憾的是，这种神奇的光环效应总会让他们过高评价自己的能力。

Ⅱ．确认偏差与偏差同化

和我们一样，管理者也习惯于不自觉地搜寻支持自己观点的信息，拒绝那些有可能证明他们错误的信息，即所谓的“确认偏差”（confirmatory bias，我们在前文中提到过这个概念）。我们不仅喜欢主动寻找符合自己观点的信息，还会用符合我们的方式去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诠释任何中性信息，在遇到本应改变思路的信息时，反而会让我们更加坚定原有的决心——这就是心理学中的“偏差同化”（biased assimilation）。

Ⅲ. 保守思维

管理者似乎经常受制于保守性偏见（conservative bias）[㊀]，习惯于固执己见，不愿变通。这其中的原因多半是出于沉没成本的缘故。1985 年，海尔·阿克斯（Hal R. Arkes）和凯瑟琳·布鲁默（Catherine Blumer）发表了一篇介绍沉没成本心理的经典论文，这篇论文提出了大量说明沉没成本无效的试验。比如下面这个例子：

作为一家航空公司的总裁，你已经为一个研究项目投入了 1 000 万美元。这个项目的目的就是开发一种普通雷达无法识别的飞机，换句话说，就是隐形飞机。在项目进程已经完成 90% 的时候，另一家公司已经向市场推出了类似的隐形飞机。此外，还有一个事实已经非常清楚：他们的隐形飞机比你正在研发的飞机速度更快，成本更低。这就引出了一个问题：你是否还要继续投资，完成剩余 10% 的研究制造工作（见图 26-3）。

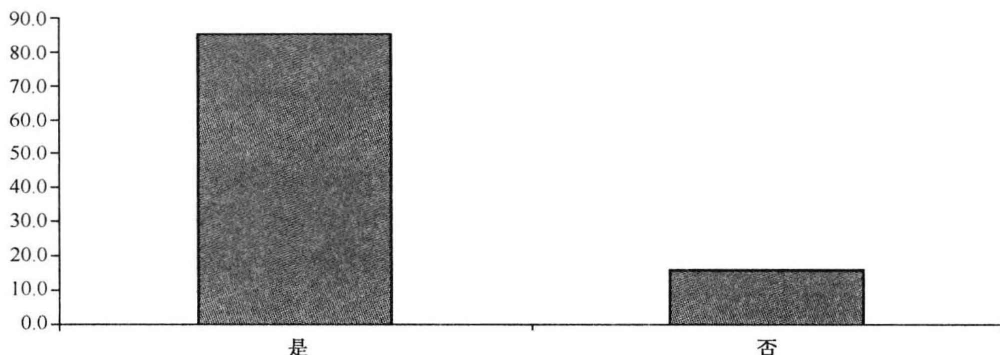


图 26-3 是否继续投入剩余 10% 的项目研发资金（回答人数的比例%）

资料来源：Arkes 和 Blumer，1985；SG Global Strategy。

再看看这个例子：

假设你是一家飞机制造商的总裁，你接到一位雇员提出的建议。他的建议是用剩余的 100 万美元研究资金开发一种隐形飞机。但另一家公司已经开始在市场上推出这种飞机。此外，还有一个事实已经非常清楚：他们的隐形飞机比你正在研发的飞机速度更快，成本更低。你的问题是：你是否把剩余 10% 的研究资金用于该雇员提出的研制飞机方案（见图 26-4）?

Ⅳ. 代表性

管理者还可能会掉进按表象而不是其现实可能性来判断事物的陷阱。过分依赖简单的故事就是这类管理弊端的典型特征。代表性偏差（Representativeness）[㊁]的典型性表象就是对协同效应的一厢情愿（如下所述）。

Ⅴ. 从众心理与群体思维

武断的惯例风格往往是灾难的源泉。而分歧则往往是最被低估的管理工具。但只

㊀ 不能及时根据变化了的情况修正自己的预测，导致对新信息的反应不充分。——译者注

㊁ 基于近期数据与某种模式的相似性预测未来，从而过分重视近期数据；造成对新信息的反应过度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

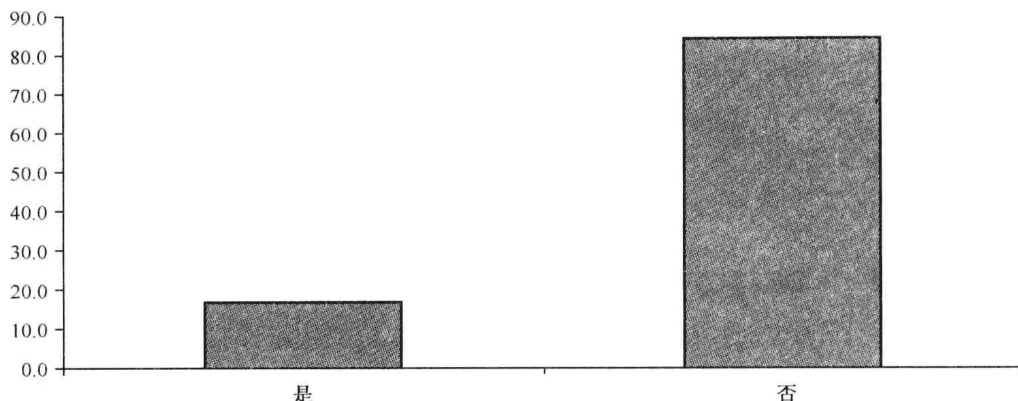


图 26-4 是否投入剩余百万元的研发资金（回答人数的比例%）

资料来源：Arkes 和 Blumer，1985；SG Global Strategy。

有与众不同的管理者才会刻意地去制造分歧。而更多、更常见的情况是，管理者总会自以为是地觉得只有自己知道的最多、最正确，身边的每一个人都会心悦诚服地拥护甚至是强化他的观点。

实际上，有些强有力的证据已经告诉我们，很多管理者与精神病患者有着共同之处（如自杀倾向）——英国萨里大学心理学家卡塔琳娜·福里岑（Katarina Fritzon）和贝琳达·鲍德（Belinda Board）（2005）以及保罗·巴比亚克（Paul Babiak）和罗伯特·海尔（Robert Hare）（2006）的研究证明了这一点。美国知名媒体《*Fast Company*》曾根据精神变态领域泰斗罗伯特·海尔的理论，设计了一个临时性测验，判断你的上司是否属于精神病患者。对每个问题，“是”得 2 分，“有点像”或者“可能是”得 1 分，“不是”则得 0 分。

1. *他是否油腔滑调、故作迷人?*

他是否是个平易近人、能说会道的人——风趣幽默，富有说服力，但实质却奸诈狡猾？在经营会议上，他是否会冒充内行，实际上一无所知？他是否喜欢阿谀奉承？是否在表面上魅力四射，但却毫无诚意？他是否喜欢通过精彩生动但却完全虚假的故事来炫耀自己的过去？他是否会在这周说服同事支持自己的某个观点，而在下周却开始宣扬完全相反的观点？如果他是公司的 CEO，他是否喜欢频繁地在电视上露面，但却不喜欢接受记者采访直接回答问题，或是即便接受当面采访，也会用不痛不痒的话题敷衍了事？

得分：

2. *他是否极度强调自我价值?*

他是否喜欢自吹自擂？他是否自高自大？他是否喜欢唯我独尊？他是否觉得自己应该凌驾于那些适用于“小人物”的清规戒律？他是否喜欢让所有都围绕自己的一举一动？他是否可以低调处理自己的法律、财务或个人问题？把这些问题说成是暂时性问题，或是干脆归咎于他人？

得分：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 他是否是习以为常的谎言家？

他是否会用更光鲜靓丽的方式去粉饰自己的过去——比如，尽管生于中产阶级家庭，却把自己说成出身卑微低下，在艰难打拼中成长？他是否喜欢在众人皆知的情况下习惯性撒谎？即使被揭穿谎言，他也会满不在乎，因为他觉得自己能蒙混过关？他是否从骨子里就喜欢撒谎？他是否为自己的高超骗术引以为荣？是否很难说他知道自己是骗子，还是他在自欺欺人？

得分：

4. 他是否是谎言大师或者出类拔萃的操纵者？

他是否会极尽其说谎的天分，为了金钱、权利、地位或是美色而去欺骗他人？他是否在玩弄和利用他人方面得心应手？他是否曾参与过粉饰报表之类的不诚信行为？

得分：

5. 在伤害别人的时候，他是否毫无自责和负罪感？

在与他人或更大的社会群体发生冲突时，他是否只关心自己，而对被自己打击的受害者毫无恻隐之心？如果被指涉嫌白领犯罪，如证券欺诈，他们也拒不认罪，即便锒铛入狱，他们也死不改悔？他是否会把自己的过错推卸给他人？

得分：

6. 他是否有阴影效应？

即使周围的人死去、身患重病或是遭受重大打击，他也会漠然视之，毫不关心——比如到医院探望病人或是参加葬礼？在这种情况下，他是否会虚情假意地短暂流露，其实不过是逢场作戏而已？他是否会口口声声说自己是你的朋友，实际上却很少甚至是从不关心你的生活和情感细节？他是否只是那些声称对胜利者和失败者一样为情所动的强势管理者之一？

得分：

7. 他是否冷酷无情或者缺少同情心？

他是否对别人的感受和幸福置若罔闻？他是否在本性上极度自私？他是否会毫不留情地嘲讽别人？他是否会在情感或语言上对雇员、朋友甚至是家人肆意侮辱？他是否会解雇自己的雇员而丝毫不在乎失业会给他们的生活带来怎样的痛楚？他是否会通过挪用公司财产或股票欺诈而受益，但丝毫不考虑他会给股东以及那些依靠储蓄支付养老金的人带来怎样的伤害？

得分：

8. 他是否拒绝对自己的行为承担责任？

他是否喜欢凭空编造借口？他是否会因自己的过错而怪罪于他人？如果因为财务作假或股票欺诈等公司犯罪而接受调查或者接受审判，他是否会在铁证如山的情况下拒不认罪？

得分：

总得分：

你可以按上司的得分对他们进行评判：1～4/让人烦恼；5～7/要当心；8～12/让人担心；13～16/让人非常害怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅵ. 自我服务偏差

管理者与所有权人的分离往往会给投资者带来很多问题。而自我服务偏差（始终把个人利益放在第一位的欲望）又会进一步放大这些问题。管理层对自己的期权激励和股东的激励计划总是相去甚远，这样的情况绝不少见。查理·芒格（Charlie Munger，伯克希尔·哈撒韦公司副总裁）曾说过："我觉得在我的同龄人中，我一直属于最低估激励作用的那5%，实际上，在我的一生里，我都低估了激励的作用。"

这句话让我很受触动，真正精明的分析师不应该听管理者说些什么，即便他们说得天花乱坠，也不为所动，而是要看看他们在做什么。一旦存在这些行为偏差，我们就需要当心管理层的质量了。

◇ 劣等公司

除了列举劣等管理层的七个不良恶习之外，芬克斯坦还提供了一个调查问卷，通过用这些问题反问自己，可以帮助我们识别劣等公司。

简单问题复杂化

1. 公司的组织架构是否过于烦琐或者过于复杂？
2. 公司对原本简单的问题制定的策略是否过于复杂？
3. 公司的会计政策是否过分复杂、缺乏透明度或是不符合规范？
4. 公司政策的用词是否过于复杂或者不符合规范？

增长失控

5. 管理层是否有足够的经验应对企业增长？
6. 管理者是否会忽略某些看似微不足道、实际上不可等闲视之的细节或问题？
7. 管理层是否会忽视可能在以后招致问题的警告？
8. 公司目前的成功或领先地位是否导致他们疏于关注继续保持领先地位所需的信息？
9. 高层管理者毫无征兆的离职是否预示着某种深层问题？

缺乏专一精神的 CEO：

10. 我对 CEO 的背景资料和能力是否还存在未解决的问题？
11. CEO 是否把过多的资金用于对公司毫无收益的个人项目上？
12. 公司领导者是否会为贪求金钱消费而采取令人质疑甚至是不恰当的行为？

过于张扬：

13. 围绕公司新产品的宣传是否过于炫耀张扬？
14. 围绕公司并购的宣传是否过于炫耀张扬？
15. 对公司前景的宣传是否过于炫耀张扬，缺乏现实依据？
16. 最近失败的项目是否预示着深层次问题？

个性问题

17. CEO 或其他高管是否过于激进或过度自信，以至于我根本就不信任他们？

这个清单可以为我们认识企业提供一个绝佳标准。不妨以银行为例，我们会发现到底他们会在多少个问题上亮起红灯——根据我的初步计算，至少有 10 个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 劣等战略

看了拙劣的管理者和糟糕的企业，我们再把注意力转移到战略上看看。当然，我们首先需要认识一下，到底什么是企业战略。

在经典著作《竞争战略》（*Competitive Strategy*）一书中，迈克尔·波特（Michael Porter）提出了定义企业战略的五种力量。这五种力量分别是：供应商的讨价还价能力、购买者的讨价还价能力、潜在竞争者进入的能力、替代品的替代能力以及行业内竞争对手的竞争能力。遗憾的是，这些力量的排列与组合是无穷无尽的，这也让它们在现实中的运用成为一个极度危险的雷区。

还要感谢布鲁斯·格林沃尔德（Bruce Greenwald）和贾德·坎恩（Judd Kahn），他们在《揭开竞争的面纱》（*Competition Demystified*）中帮助我们简化了这个问题，在考虑企业发展原动力的时候，务必顶住最重要的核心要素——进入壁垒。这也就是沃伦·巴菲特所说的“经济护城河”。（在经营中，我要找一条“护城河”，让企业的经济城堡坚不可摧。）

如果不存在进入壁垒，那么，这个领域的企业就只能赚取“正常利润”，即，收益等于资金成本。但即使是在这种情况下，我们依旧有可能找到经营惨淡的企业。在一个没有进入壁垒的世界里，唯一需要关注的就是经营效率（相当于成本最低的制造商）。因此，要寻找卖空对象，我们就要寻找这样的公司：（a）尚未意识到自己正处于一个无进入壁垒的行业；或者（b）还没有全力以赴地把自己打造成成本最低的制造商。

格林沃尔德和坎恩为我们提供了一个简单的三阶段模型，对企业竞争优势进行分析：

（1）明确企业所处的竞争环境。

（2）检验每个市场上现有的竞争优势。现有厂商是否能维持稳定的市场份额？他们是否能在较长期间内维持超常的收益？

（3）确定现有竞争优势的一切属性。现有厂商是否拥有专有技术或专有客户？他们是否受益于现有的规模经济管制壁垒？

尽管这个简单易行的模型告诉我们把进入壁垒当做认识企业战略的核心要素，但我担心，实际情况恐怕并非如此。在现实中，我们则是把更多的时间和精力浪费在那些以“未来愿景”为核心的“战略”上。

另一本精辟深邃的管理典籍——《亿万美元的教训课》（*Billion Dollar Lessons*），也对战略决策的各种低劣属性进行了有益探讨。作者保罗·卡罗尔和梅振家为我们总结了导致企业失败的六种常见战略失误（他们提出的是七种常见战略失误，我对其中两个较为类似的原因进行了合并）。

虚无缥缈的协同效应

管理者在思维中对协同效应的依赖，或许有助于我们解释为什么会有那么多的收购与合并最后以失败而告终。人们很容易会高估协同度的可获得性，一旦管理者过分自信、过度乐观，他们自然会对并购之后的协同效应充满期待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量证据表明，协同效应的实现是极其困难的。毕马威的2006年调查报告显示，30%被调查企业认为并购增加了企业价值，61%认为并购在协同效应方面达到或超过预定目标。但实际情况却是，只有70%的企业通过并购增加了企业价值，只有35%的企业在并购之后实现了预期的协同效应。

尽管协调性的实现具有极大的不确定性，但总体收购价格依旧包含了约43%的预期协同价值。但更令人震惊的是，毕马威的报告还显示，只有30%的企业在实施收购前对预期协同效应进行了深度分析。斯科特·克里斯托福森（Scott A. Christofferson）等人在2004年对管理者认为哪些协同效应更易获得的情况进行了调查。管理者最有可能高估其可实现收入的项目，似乎也是他们最多预期收入协同效应的项目。克里斯托福森等人发现，近70%的并购并没有实现预期的收入协同效应。实际上，1/4的合并甚至还没有得到协同效应预期收入的25%（见图26-5）。

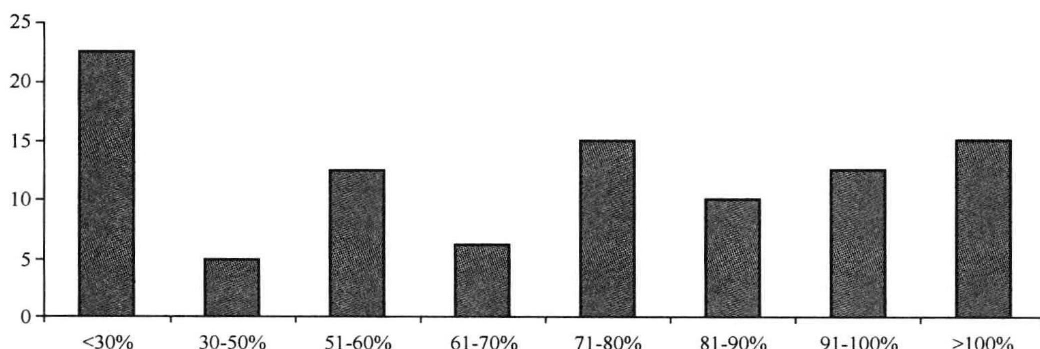


图 26-5 实现预期收入协同效应的百分比

资料来源：Chrstofferson 等人，2004；SG Global Strategy。

相比之下，管理者似乎更看好在削减成本方面实现协同效应——只有8%的企业在成本削减指标上没有达到预期目标的50%。超过60%的合并方达到了预期目标的90%。不过，仍然有1/4的合并企业对成本削减协同效应高估了25%（见图26-6）。

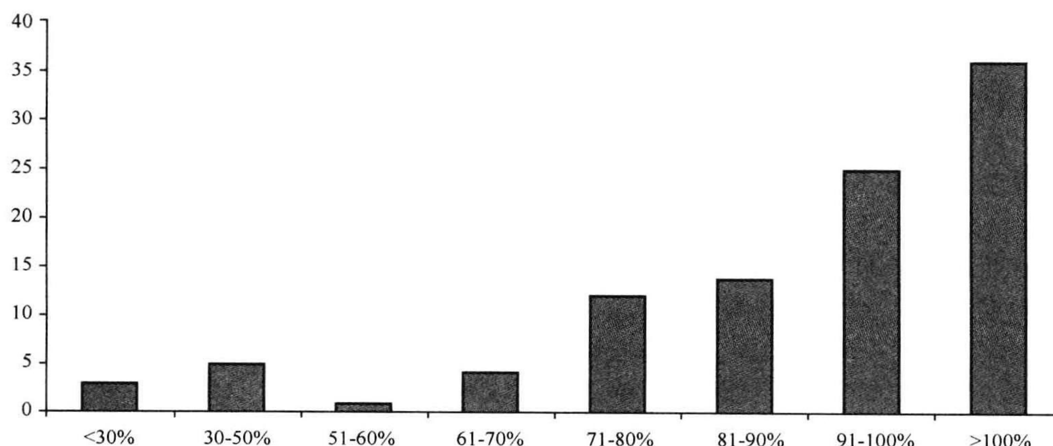


图 26-6 实现预期成本削减协同效应的百分比

资料来源：Chrstofferson 等人，SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漏洞百出的金融工程

卡罗尔和梅振家（2008）认为，作为财务金融模式，金融工程尽管合法，但却激进冒险。这种激进带来的诱惑力很容易让企业走上欺诈的道路。一旦公司涉足金融工程，他们就无法止步。他们只能越来越激进，直至跨越合法的界限，走上违法的不归路（即“道德螺旋斜坡”）。

令人沮丧的席卷式行业扩张

卡罗尔和梅振家指出：

令人百思而不得其解的是，我们找到了很多在试图“席卷”本行业、收购成百上千本地企业并把它们整合为地区性甚至全国性企业帝国过程中遭遇问题的案例。我们发现，很多失败的并购最终均陷入欺诈丑闻。我们还发现，要找到成功的席卷式扩张极其困难。某些自诩为成功的企业，如美国废物管理公司（Waste Management Inc.）和全美汽车租赁公司（AutoNation Inc.），在并购过程中也遭遇严重问题，以至于不得不退回到最初的战略。

不合时宜地固守旧业

这实际上不过是上面提到的保守主义偏差而已。在这个问题上，卡罗尔和梅振家提供的最佳示例就是柯达。他们指出，尽管已经意识到数字技术给老式胶卷、相纸及化学制剂带来的巨大威胁。柯达知道，数字化将是不可避免的潮流，但它却错误地以为，数字技术会“强化”它们原有的业务，并一如既往地加大对传统业务的投资。最终的结果是赔了夫人又折兵；它们的产品居然是使用胶卷的数字相机。这显然不会成为畅销货！这也是查诺斯所言的技术过时论的绝佳示例。

误判相近市场

卡罗尔和梅振家的这个说法实际上也就是布鲁斯·博考维茨（Bruce Berkowitz）所说的“避免恶化”（deworsification，这个词与 diversification 类似，据我所知，这个词最早是由彼得·林奇杜撰出来的）。尽管打入新市场的思考也许永远不缺少诱惑力，但是在更多的情况下，这种尝试的结果却是以泪洗面。卡罗尔和梅振家提供的例子是一家大型水泥制造公司，他们在打入一系列新市场（甚至除草剂）后，把自己拖进了破产程序。这家公司开辟新市场的理由是，他们生产的水泥用于住宅建设，人们都喜欢除草，于是他们就开始享受除草机。

贝恩咨询公司（Bain & Company）曾指出，75%进入所谓相近行业的企业，最终均以失败告终。很多财经文献均对多元化经营提出了警告。威廉·麦金森（William L. Megginson）等人曾在2002年对经营点分散和经营点集中的企业进行了研究。研究结果自然让那些支持多元化经营的人大跌眼镜（见图26-7）。

根据1977～1996年间的并购数据，威廉·麦金森等人发现，集中度增加的合并方方实现非正常的小幅正收益。相比之下，集中度下降的合并方则对企业价值造成了极大的破坏（三年期的收益率同样极不正常：－20%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

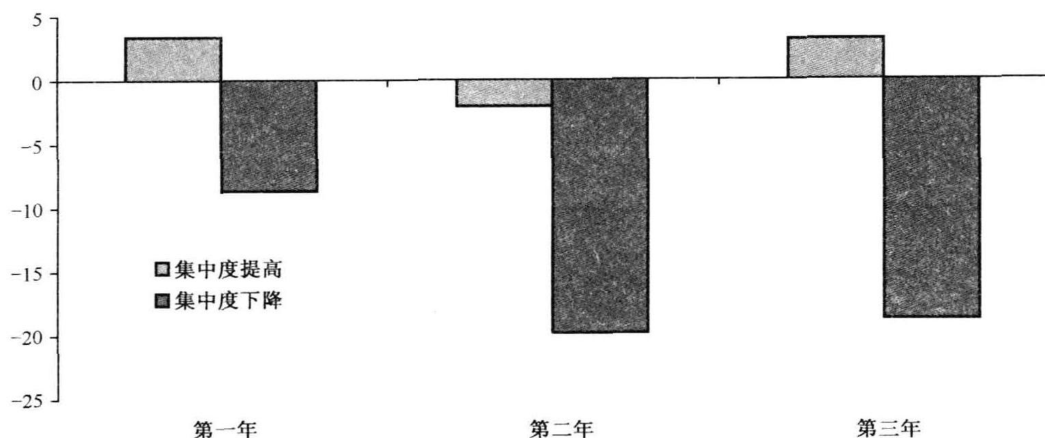


图 26-7 集中度提高/下降的并购业绩（非正常收益率,%）

资料来源：Megginson 等人，2002；SG Global Strategy。

◇ 整合梦的破灭

卡罗尔和梅振家归纳的最后一种常见战略失误涉及成熟行业和衰退行业。处于这种境况的行业不得不面对收益递减的形势。这就有可能触发大规模的行业整合：一家公司试图通过吞并业内其他企业，以此缓解竞争压力。遗憾的是，这种策略往往会加速行业的没落。卡罗尔和梅振家指出，在20世纪90年代末，也就是在移动电话即将出世之前，一些寻呼机企业大规模收购其他寻呼机企业，但结果却导致整个业务大幅缩水，这无疑是驳斥这个观点最有利的证据。这种战略失误在很多方面与上面提到的"自我服务偏差"有关。没有几个企业管理者愿意失业，因此，他们宁愿做吞并者，也不是被吞并者（尽管被收购意味着把现金归还所有权人）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六部分

现实中的价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十七章

为成长而过度支付：对新兴市场的否定[一]

在投资者当中，我最经常遇到的“错误”，或许就是他们为未来成长而在眼下支付过高代价的习惯。而这一点在新兴市场上表现得尤为淋漓尽致。新兴市场的交易价格水平居然达到平均调整后每股收益的40倍！这绝对令人难以置信。在新兴市场上，价格运动似乎与以往的市场泡沫有着异曲同工之处。尽管这样的泡沫层出不穷，但投资者根本就不想听到这样的坏消息。相反，他们更喜欢气宇轩昂地发出这样一个最危险的论点——“这次和以前不一样”。这个故事似乎总会一而再、再而三地重复。

- 投资者似乎总会毫不犹豫地去追逐那些能让他们看到成长希望的投资机会。没有什么比新兴市场更能说明这一点。我的忠实读者（或者说一直在忍受我的读者）都知道，我一直偏爱约翰·邓普顿爵士的建议——“在其他人绝望地抛出时买进，在其他人贪婪地买进时卖出”。因此，我们不妨看一个有关新兴市场的窘人案例。
- 我们首先从估值谈起。新兴市场（EM）的交易溢价完全不同于成熟市场。例如，新兴市场的市盈率（PE）可以达到22倍，而成熟市场的市盈率却只有14倍。按照我们最喜欢的估值指标——按经济周期调整后的市盈率（cyclically adjusted PE），新兴市场的这一指标居然可以达到40倍！成熟市场只有在互联网泡沫时期才曾达到过这样的水平。
- 实际上，新兴市场的股价运动几乎完全遵循以往泡沫时期的规律。除此之外，那些疯狂追求回报的投资者（共同基金的买家）一直在把大量现金投入新兴市场。但现实的收益状况却让他们大跌眼镜！
- 当然，支持者依旧坚持，“这次和以前不一样”。不过，市场分析师却一直在下调对新兴市场证券的投资推荐等级。我们都知道，分析师大多缺乏独立思考的能力，因此，这足以反映这些公司的发展已经遭遇瓶颈。
- 尽管我自己也想放弃对新兴市场的怀疑态度，但大量不容忽视的证据告诉我们，投资者似乎更喜欢对危机四伏的现实视而不见。实证数据揭示了GDP增长率与股票收益率之间的负相关性。就总体而言，快速增长的新兴市场给投资者带来的是最低水平的股票收益率，而回报率最高的股票则大多来自增长速度最低的新兴市场。
- 增长的期待就像女巫的歌声一样诱惑着投资者。但对投资者来说，这种期待中却隐藏着无限的危机。希望并不能等于投资策略。尽管“这次和以前不一样”的说法引人入胜，但寄希望于这种观点绝非正确！

[一] 本文首次刊登于2008年5月7日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 罗杰爵士的悲剧

我们这个行业似乎始终缺乏批评性思考的习惯（生活中更是如此）。下面这奇特的故事也许最能说明这个问题。

在妙趣横生的《福尔摩斯探险记》（*The Science of Sherlock Holmes*）一书中，作者瓦格纳（E. J. Wagner）讲述了一个有关罗格·第奇博恩爵士（Roger Tichborne）的真实故事。1854 年，报界声称罗格爵士坠海身亡。但他的母亲拒不接受自己一手养大的爱子永别人世的说法。于是，她四处打探，打听有关儿子下落的消息。

在罗格爵士遭遇海难事件的 12 年之后，第奇博恩女士的祈祷似乎终于应验了。她接到一封从澳大利亚寄出的信件（出自一名律师之手），这封信声称发现罗格爵士的下落。信中说，在遭遇海难之后，罗格爵士幸运地活了下来，并最终流离辗转到了澳大利亚，经历这次离奇的九死一生之后，他发誓一定要出人头地，于是，他先后涉足多项生意。但不幸的是，这些生意并没有像他希望的那么顺利，因此，失意落魄的罗格一直羞于联系自己的母亲。

但是，当看到母亲在世界各地发出的寻人启事时，罗格内心充满悔恨，他为自己这么多年给母亲带来的折磨而感到懊悔！信中还请求第奇博恩女士能为罗格爵士及其妻儿提供一笔返回英国的路费。

第奇博恩女士听到这个消息兴奋异常，马上汇出了这笔能让她和孩子重新团圆的路费。到达英国后，第奇博恩女士像接待亲生儿子那样接待了这位来自澳大利亚的罗格爵士，并每年给他 1 000 英镑的抚养费。

但是，并非第奇博恩家族的所有人都相信，这个新来者就是真正的罗格爵士。在他们的印象中，罗格爵士身材瘦小，体态轻盈，而这个从澳大利亚归来的罗格却肥胖无比（相关照片，可参见 http://en.wikipedia.org/wiki/Tichborne_Claimant）。尽管每个人都会随着时间推移而改变自己的体型，但文身消失却是极其罕见的事情——罗格爵士曾经有一些文身，而这个新来的人却没有。至于人的眼睛改变颜色，那就更不容易了，罗格爵士是蓝眼睛，而新来者的眼睛却是棕色的。此外，他的身高甚至比以前的罗格爵士还高出了 1 英寸，至于这个新来者糟糕的法语和罗格爵士根本就没有的胎记，就更让人们怀疑他的真实身份了。

但第奇博恩女士还是说服自己，对这些证据视而不见。直到第奇博恩女士去世之后，她的家人才最终证明，这个澳大利亚来的罗格爵士是个冒名顶替者。最终，他因欺诈罪和伪证罪而被判 10 年。

◇ 新兴市场就是投资界冒名顶替的罗格爵士

我为什么要用这个不是真人的故事来做例子呢？当然有理由，因为它对我触动极大，投资者在面对商品市场和新兴市场的那一瞬间，或许也会做这样的傻事。因此，我们不妨通过上面一个反面案例，说明投资者在新兴市场中表现出的盲目性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值

首先，我们不妨分析一下新兴市场的估值问题。如图 27-1 和图 27-2 所示，不管我们采用 PB（市净率）还是 PE（市盈率），新兴市场的市场交易价格均表现出相对于成熟市场的溢价。如果采用 22 倍的 P/E，我们很难从估值角度把新兴市场的股票定义为资产类股票。

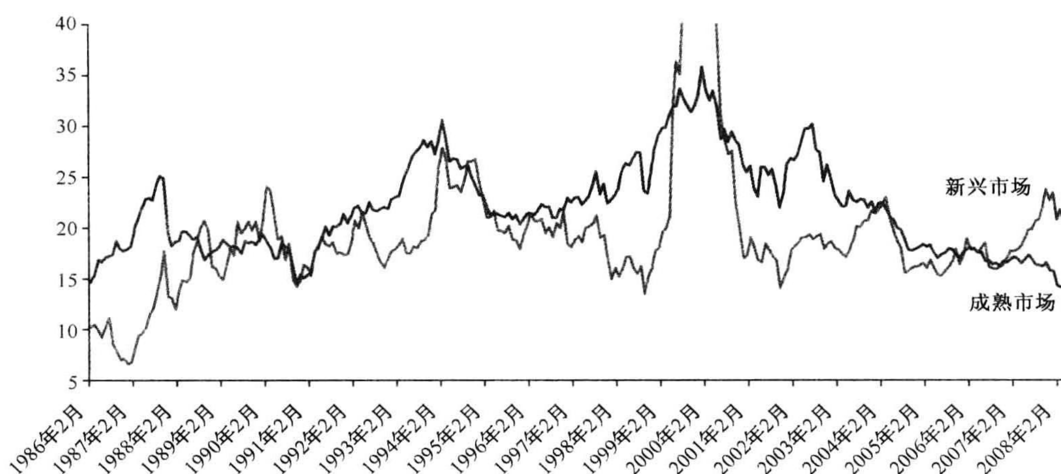


图 27-1　新兴市场与成熟市场

资料来源：SG Equity Research。

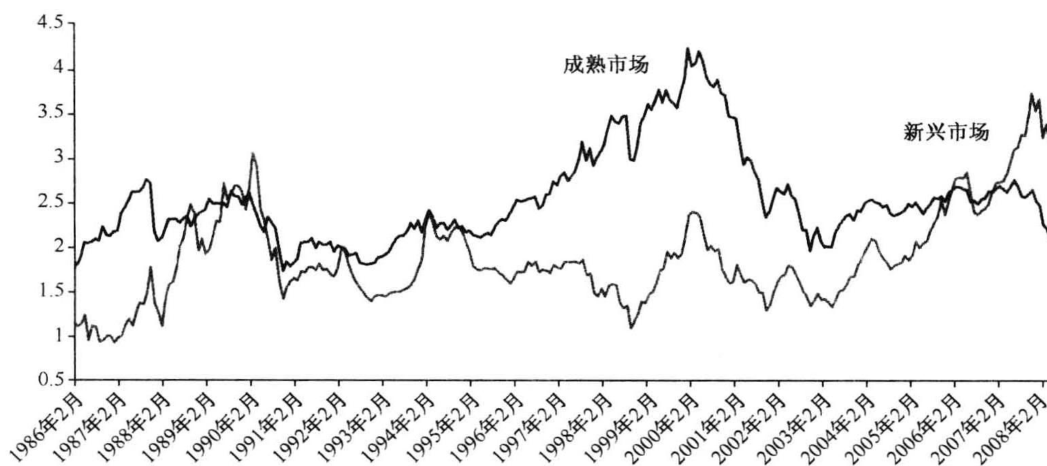


图 27-2　市净率（P/B）——新兴市场与成熟市场

资料来源：SG Equity Research。

如果采用我们最偏爱的估值指标——经济周期调整后的市盈率，情况则会变得更糟糕。图 27-3 显示，新兴市场的交易价格居然达到趋势平均收益的 40 倍！只有在互联网泡沫时期，成熟市场才达到过这样的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

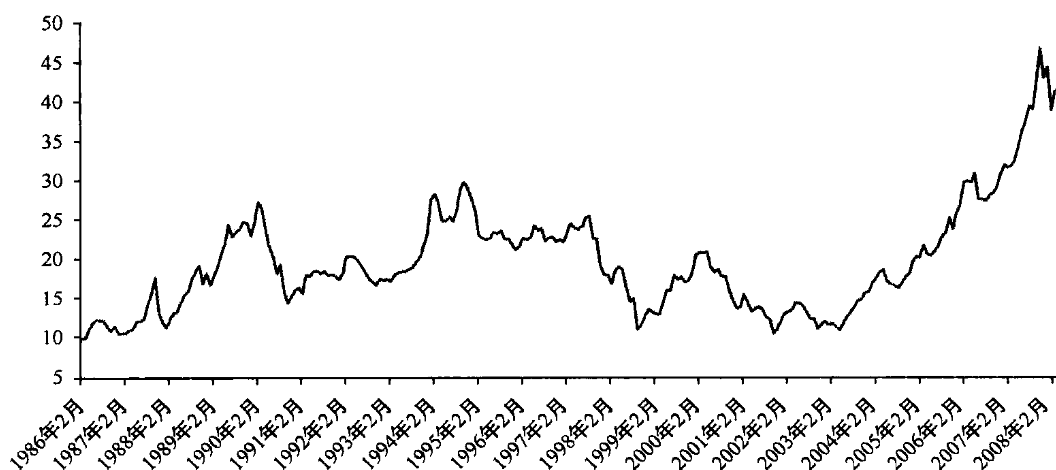


图 27-3 经济周期调整后的市盈率——新兴市场

资料来源：SG Equity Research。

泡沫的诞生

我们不仅可以通过案例说明警惕估值的重要性，更重要的是，新兴市场本身也体现出典型的泡沫特征。例如，在最近发布的一篇评论中，GMO 的杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）就指出，泡沫本身通常“毫无悬念地偏离市场大盘两个标准差，而两个标准差则是公认的泡沫临界线”。

通过此类指标，我们可以看到，新兴市场存在泡沫是无可争议的事实。图 27-4 显示了新兴市场的偏离正常趋势的价格（detrended price）。它们已经明显突破了 GMO 采用的两标准差极限。

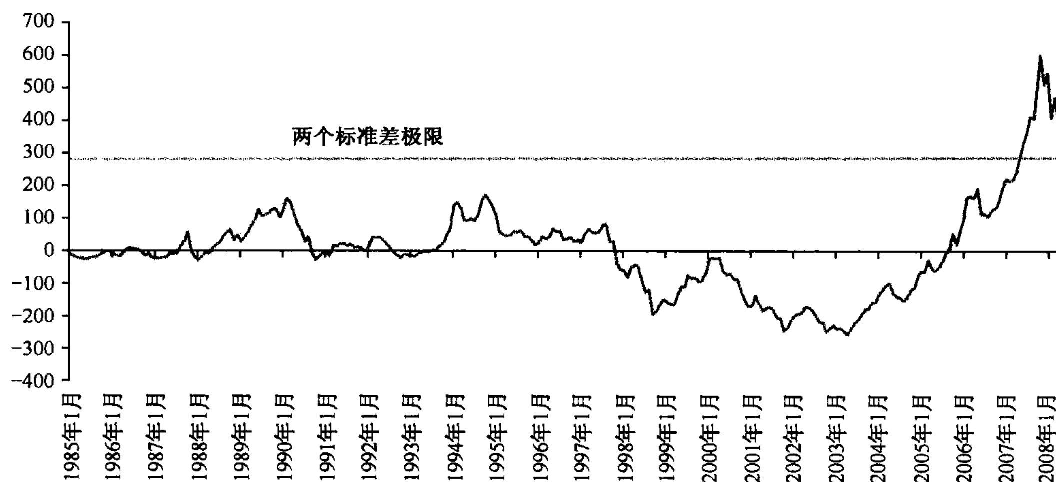


图 27-4 新兴市场上的非趋势价格

资料来源：SG Equity Research。

另一种检验这个观点的方法，就是用新兴市场的业绩对比以往泡沫时期的指数。为构建这个泡沫指数，我们对以前若干典型泡沫时期的市场特征进行了检验，包括 19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪40年代的英国铁路股票、南海泡沫、20世纪80年代末的日本股市、80年代的黄金以及1999~2000年期间的科技股泡沫等。

图27-5显示了以往泡沫时期的基本特征以及新兴市场的价格变化情况。这同样无可争议地证明，新兴市场确实存在泡沫现象。

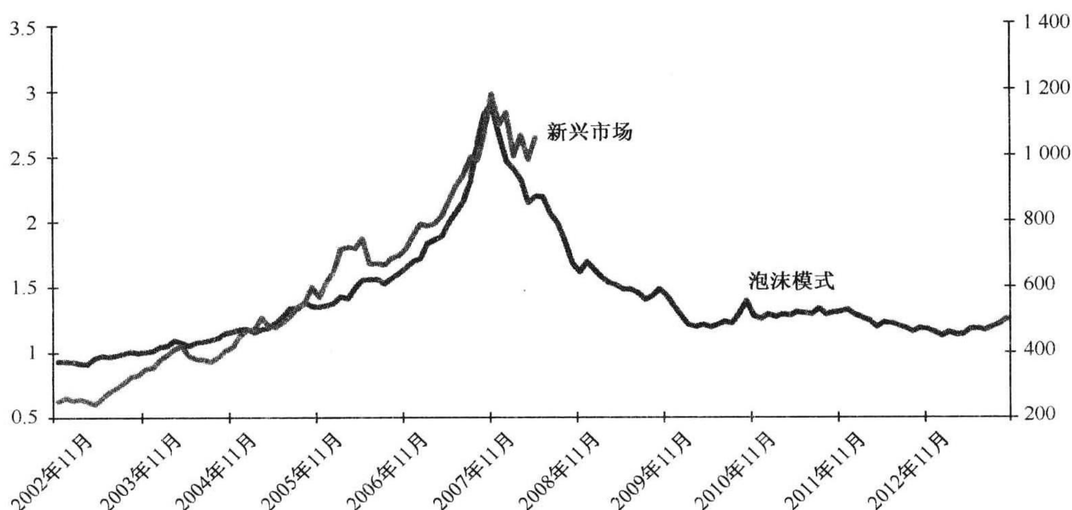


图27-5 新兴市场和我们的泡沫指数

资料来源：SG Equity Research。

对新兴市场的普遍性吹捧，突出反映于此类基金在普通投资者中的热销。图27-6表明，美国的共同基金正在把大量资金注入新兴市场。以他们把握时机的能力，这种策略根本就不可能给他们带来预期的回报！

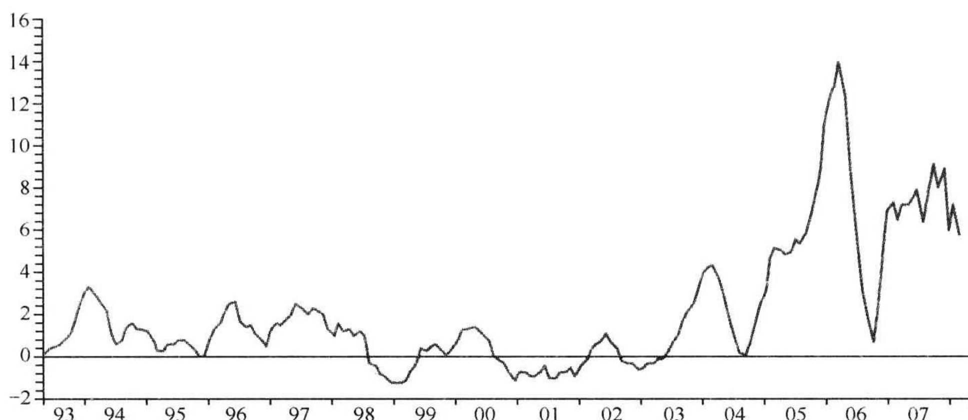


图27-6 新兴市场共同基金的资金注入量（6个月合计，百万美元）

资料来源：SG Equity Research。

不断恶化的非关联基本面

当然，所有这类分析都被人们置之脑后，因为在我们的眼里，真正最明显、同时也是“令人振奋”的主旋律是：新兴市场与成熟市场是两个完全脱节的市场。它们之间不存在关联性；中国等国家的快速增长，完全可以弥补成熟市场衰退带来的损失，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至会给全世界带来超额补偿。

但非关联性并不是成熟市场的大救星。我们发现，对于这场以消费为主导的全球性衰退，新兴市场根本就不可能拯救、也不可能逃脱成熟市场的遭遇。

如图 27-7 所示，新兴市场和成熟市场的成长周期是密切相关的，这一点毋庸置疑。我们完全可以认为，市场经济上的非关联故事完全是违背事实的。寄希望于市场的非关联性似乎更像是自欺欺人，因为它恰恰印证了“这次和以前不一样”的谬论——约翰·邓普顿爵士认为这是投资界最危险的一个假设。

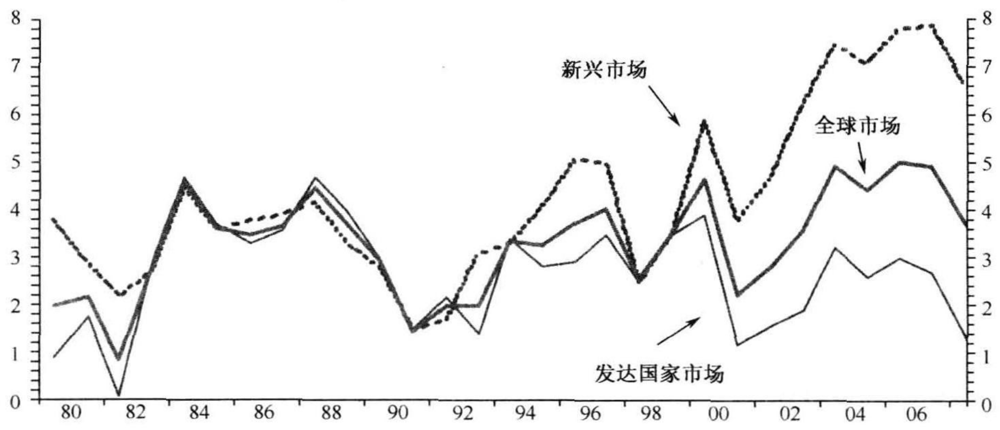


图 27-7　发展中国家与发达国家的 GDP 增长率

资料来源：SG Equity Research。

不过，新兴市场的市场分析师也一直在下调对新兴市场的预测水平（如图 27-8 所示）。我们都知道，分析师大多缺乏独立思考的能力，因此，他们主动下调预测水平，这很可能是在告诉我们一个已经发生的事实。也就是说，新兴市场的发展已经遭遇瓶颈！

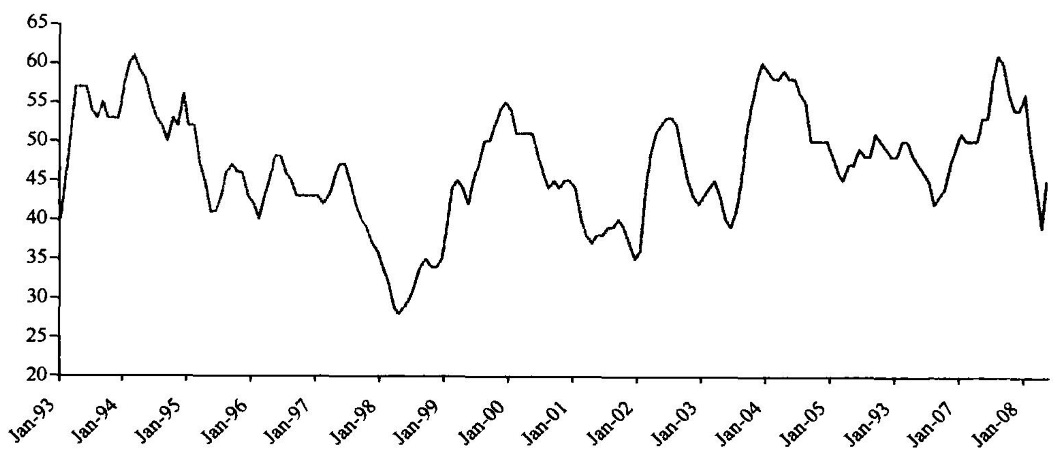


图 27-8　分析师对每股收益的乐观预测（高估量占总量的百分比,%）

资料来源：SG Equity Research。

对于市场非关联性这个概念，从市场角度看似乎比经济案例更具欺骗性。图 27-9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示新兴市场与成熟市场的36个月滚动贝塔值。因此，按这个指标考量，非关联性或许是一个彻头彻尾的神话。

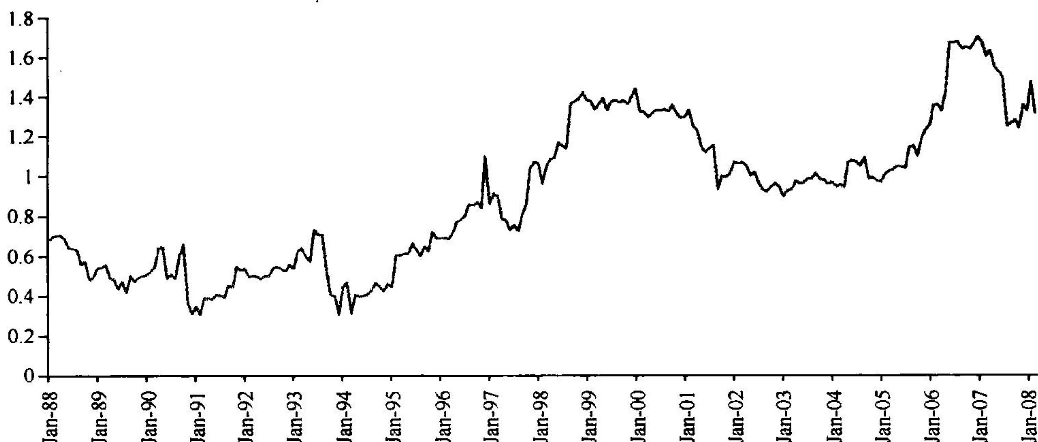


图 27-9　新兴市场与成熟市场的36个月滚动贝塔值

资料来源：SG Equity Research。

期待成长的高昂代价

即使我们用怀疑的观点去看待非关联性这个概念，依旧会发现一个问题：投资者追求的“成长型”投资是否真的能给他们带来回报？非关联性这个虚幻故事的基础，似乎建立在经济增长与股票收益之间的正相关性。

不过，看看新兴市场的实证数据，我们会发现一个让很多投资者大吃一惊的图景。GDP增长率与股票收益率之间的实际关系居然是负相关性。增长速度最快的新兴市场，往往会给投资者带来最低的股票收益率，而回报率最高的股票，则大多来自增长速度最低的新兴市场！

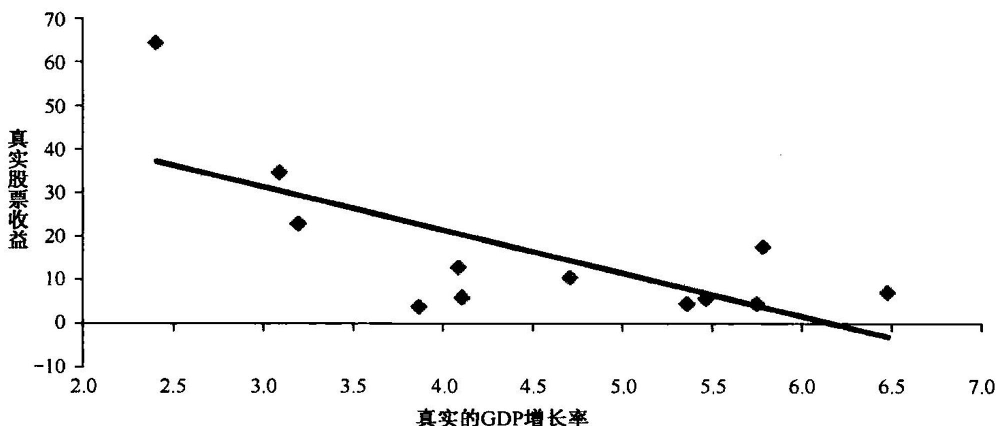


图 27-10　新兴市场的真实股票收益及真实的GDP增长率（1988～2007）

资料来源：SG Equity Research。

对于这个“不合情理”的结论，最可能的解释就是，按照这样的股票收益水平，投资者付出的代价显然是太高了，换句话说，投资者在为未来成长的希望而过度支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们总是把貌似显而易见的幻想误当成颠扑不破的真理。但稍微看看眼前的现实，用怀疑的目光去审视一下，我们就会发现，那些在新兴市场挖掘“成长潜力”的人，很有可能会满怀绝望而归。

当心稀释效应

对于那些意欲在新兴市场投资的人来说，最需要警惕的就是稀释风险（尽管在成熟市场，投资者可能会为此欢欣鼓舞）。我们以前就曾注意到，稀释效应对成熟市场的投资者来说是一个问题（见《行为投资学》第45章）。

判断稀释效应的最好办法就是借助罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）及彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）在2003年提出的市值/价格比。我们发现，在发达国家股票市场，这一稀释效应的指标约为年均2%～4%。图27-11显示了新兴市场的稀释效应指数（市值/市价）。相比于成熟市场，它的恶化程度甚至已经达到了不同的数量级——约为13%！

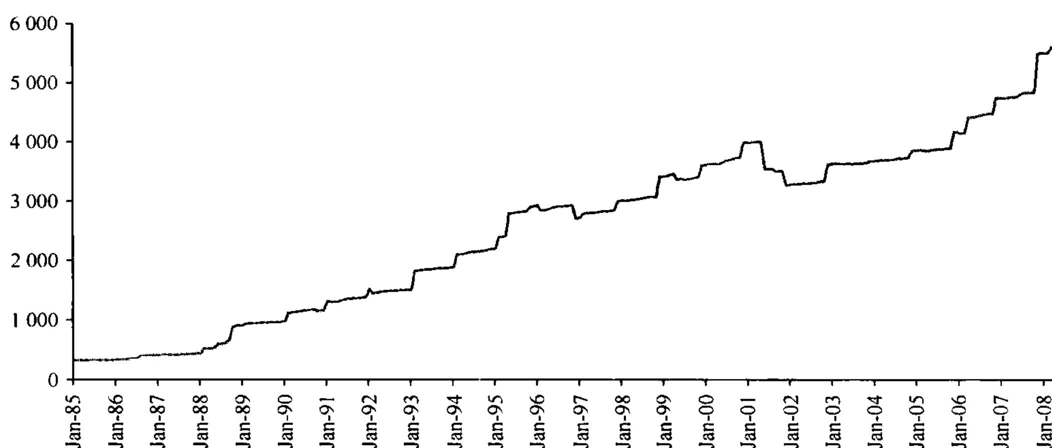


图27-11 新兴市场的稀释效应指数（市值/市价）

资料来源：SG Equity Research。

因此，尽管新兴市场的增长速度高于成熟市场，但我们还是要提出这样一个问题：这种增长到底能给投资者带来多少实惠？实际上，企业成长创造的价值更多的还是来自于非上市公司。一旦这些公司上市，整个市场就会遭遇稀释效应。劳伦斯·斯潘戴尔（Lawrence Speidell）等人曾在2005年指出，公司上市带来的稀释约占全部稀释效应的1/3到1/2。其余则来自那些无休止地敲诈投资者现金的公司。这样的稀释水平显然不容忽视，因而也是投资者在投资新兴市场时不可不考虑的因素。

◇ 结论

新兴市场的价格波动及按经济周期调整后的股票估值，为我们认识市场泡沫提供了一个鲜活生动的例子。和大多数泡沫一样，这个再简单不过的故事就像女巫的歌声一样，诱惑着每个投资者。但遗憾的是，事实总是证明，这些故事的背后往往危机四伏！为成长的希望而付出沉重代价，也许是我在投资者当中最经常看到的错误。所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能唤起成长希望的事情，都会让人们忘乎所以，但我们也经常会忘记，疯狂至极就是转折点，随之而来的便是灾难。当市场交易价格造就摇摇欲坠的高估值乘数（PE）时，会让这一切变得极度危险。

当然，新兴市场也不都是千篇一律。我在以前也曾经说过，在新兴市场上，价值投资者依旧可以找到成功的机会。不过，只要新兴市场的泡沫还没有破裂（甚至是在破裂时），投资者并不一定能感受到它们的存在。作为一个资产类别，我们感觉新兴市场过于脆弱。尽管“这次和以前不一样”的说法引人入胜，但寄希望于这种观点绝非正确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十八章

金融业：投资机会还是价值陷阱？[㊀]

从本质上说，价值投资者是一个同质性群体。尽管每个人都有自己的研究对象和研究方式，但他们最终总会殊途同归，将目标归为一处。究其原因，就在于他们在寻找便宜股票时所采用的工具和技术，而这种共同的归宿不过是这些技术和工具的副产品而已。但金融业却在价值领域激荡出不同的声音。有人认为，金融业是再明显不过的机会天堂，而其他人则主张，在信贷泡沫破裂的时刻去染指金融业，绝对是愚蠢至极之举。我认为，考虑到行业跌势继续维持的风险，金融业的安全边际显然还不够宽广。

- 我一直认为，市场上的商品和新兴市场做多交易与金融业做空交易过于拥挤。我更赞成与传统思路相悖的思路——做多金融业，做空商品及新兴市场相关产品。但当前的金融业做多交易却给我们带来了诸多问题。
- 以泽纳投资管理公司创始人理查德·泽纳为代表的一批价值投资者主张，金融业股票绝对是超级便宜货。他认为，当前的市场形势并不会对金融业的收益能力带来实质性影响。在他们的眼里，当前形势“是典型信贷周期的一个阶段，它会像其他过剩危机一样自己走出低谷，而不会损害幸存者的长期净资产收益率”。我的观点则恰恰与此相反。
- 不过，另一方面，以第一太平洋顾问公司（Facific Pacfk Adviser）的史蒂文·罗米克（Steven Romick）为代表的另一批人则认为，“在截至2006年的10年间，金融机构创造的毛利润和资本收益率高得离谱。今后的‘正常’利润率和估值倍数（PE）不可能继续维持如此的高位”。
- 而到了今天，我们对金融业的印象，似乎就是让我们魂牵梦绕、纷纷破裂的房地产/信贷泡沫。我的同事、法国兴业银行策略师阿尔伯特·爱德华（Albert Edwards）始终认为（我本人对他的观点笃信不疑），一场深度衰退几乎已经不可避免。正如价值投资大师艾维拉德（Jean-Marie Eveillard）所言：“有的时候，最主要的并不是形势转坏的可能性有多小，而是形势转危会带来怎样的后果。”
- 基于这种想法，我们建议，投资者在投资金融业之前，务必密切关注安全边际。不妨回顾一下1927年之后的市场，美国金融股票的平均市账比（市价/账面价值，PB）为1.38倍，而今天的市账比则是1.32倍——安全边际已经大不如前！金融板股票的BP最低值甚至曾跌入到0.5~0.7。

㊀ 本文首次刊登于2008年8月13日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 归根结底，我们还需要记住的是，账面价值也可能会出现萎缩。在大萧条期间（1929～1933），美国金融业股票的账面价值甚至缩水一半！当时，它们的股价比最高点下跌了6%左右。当然，我并不是想说，今天的形势会和大萧条时期一样令人沮丧，我想说的是，我们必须转变观点，改造思维。我这里一再强调廉价股票，似乎会让人们觉得过于贪婪，但是，如果价值投资不把安全性放在第一位，价值投资又从何谈起呢？

对价值投资者及其在过去6～12个月的投资业绩进行分类，这显然是一个从未遇见的课题。在以往的经历中，我一直认为，价值投资者尽管各有各的一片耕耘田地，但最终还是要归为一处的。究其原因，就在于他们在寻找便宜股票时所采用的工具和技术，而这种共同的归宿不过是这些技术和工具的副产品而已。

不过，在过去的一年里，这个领域却出现了大规模的分裂，就如同一场自相残杀的内战。一部分人依旧在一如既往地买进金融股；另一部分人则大手笔地做空金融股。

当然，将整个金融业笼统地归为一类，看成一个铁打不动的阵营，这样的观点显然有失公允，但价值领域的深刻分歧，却是个让人回味无穷的话题。到2008年为止，做空论者一直是“正确”的。在标准普尔500指数中的金融成分股中，收益率平均下跌19%左右。实际上，截至2008年，金融股收益率下跌最多的为35%。而下跌幅度最小的只有9%（见图28-1）。

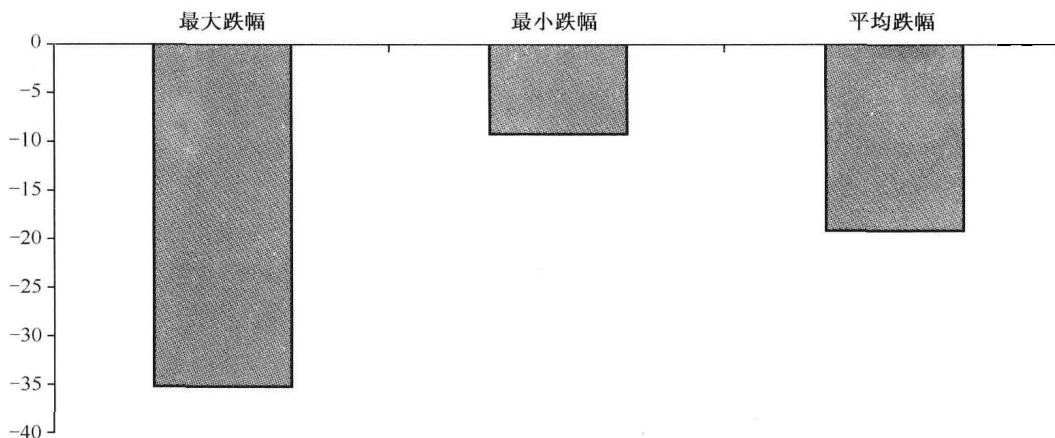


图28-1　美国金融股的业绩表现（截至2008年）（收益率,%）

资料来源：SG Equity Research。

当然，这些金融机构的很多管理者一直在告诉我们，危机已经结束，他们的组合仓位依旧稳健，他们对市场没有一点恐慌。但是，我们用最好听的话说，就是这些人根本就不了解当前的形势，如果用最不客气的话来形容，他们就是彻头彻尾的骗子。听听CEO们在最近采访中的谈话，我们就可以对这些人的不知廉耻略见一斑[㊀]，而看看约翰·特雷恩（John Thain）的图28-2和图28-3，我们就会一次次地发现，公司管理层总能提供对他们有用的信息！

㊀ http://www.portfolio.com/news-markets/top-5/2008/07/30/Regrettable-Comments-by-Bank-CEOs? page=1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以理查德·泽纳为代表的乐观派认为，金融业始终是投资机会的天堂。他在第一季度报告中写道：

新的悲观思想已经充斥了传统投资理念：以往大规模举债经营的模式已经走到了尽头，而偿债高峰的集中到来，必将永久性地动摇全球金融体系。按照这种观点，在众多美国次级贷款发起人和非美国金融机构受到追索并导致更多金融机构面临破产威胁的大潮中，贝尔斯登的破产是咎由自取的必然结果，即便是幸存者，他们的盈利能力也必将遭受永久性损害。

此时，最明显的疑问就是：哪种情况更合乎逻辑？是上述为不符合条件个人长期提供宽松信贷的极端状况？还是把当前情况看成是典型信贷周期的一个阶段，它会像其他过剩危机一样自己走出低谷，而不会损害幸存者的长期净资产收益率？我们更趋向于后者。

美林证券CEO评论：2008

日期	美林证券CEO评论
1/25	“我并不认为我们是在挣扎……我们已经为进入2008年做好了充分准备。”
4/3	“我们在未来并不缺乏资金，我们有充裕的资金，我们根本就没有必要回到股票市场进行融资。”
4/10	美林证券的现金储备“足以应对可预见的未来”。
4/22	
5/7	“目前，我们还没有任何筹集更多资金的想法。”
7/18	“我觉得我们不想做蠢事。在我们的产品结构以及这些产品的售价方面，我们一直保持良好的均衡态势。我们没有按买进价抛售过任何资产。”
7/28	美林证券准备出售85亿美元的股票，并按22%的折扣抛售CDO。

图 28-2 美林证券 CEO 评论（2008）

资料来源：Merrill Lynch。

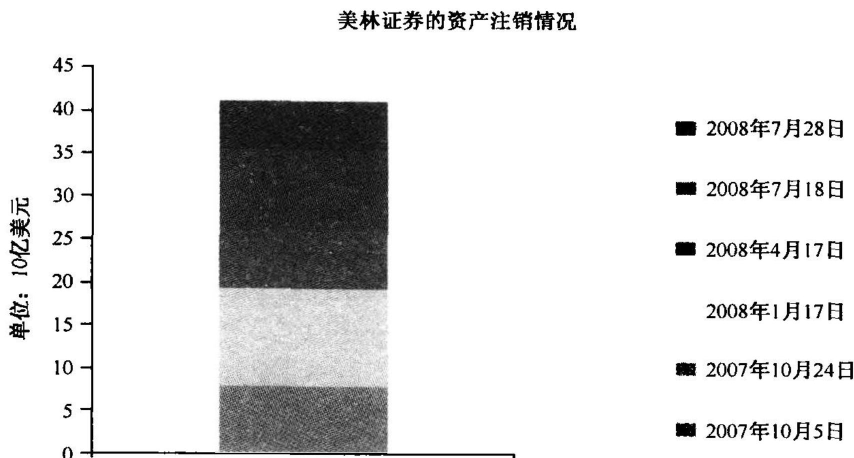


图 28-3 美林证券的资产注销情况

资料来源：Economicdata。

实际上，泽纳不仅在其传统的价值基金中大量持有房地美、房利美（现在看来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们已经成为作假欺诈的代名词）以及花旗集团的股票，甚至还专门设计一只新基金，对他看好的金融股进行投资。

第一太平洋顾问公司的史蒂文·罗米克最近一次接受《价值投资者洞察》（*Value Investor Insight*）的采访记录，则代表另一种观点：

《价值投资者洞察》：您对金融服务业前景的悲观态度是否有所改变呢？

史蒂文·罗米克：我们始终坚信均值回归原则，只要你能找到好的企业，相对于它在正常情况下的收益，公司的上市股交易价格非常便宜，那么，在这些企业陷入危机时对它们进行投资，绝对是一种理性的选择。但是在最近一段时间，这种策略却导致优秀的投资者对金融业过早地进行投资。我们的基本印象是，在截至2006年的10年期间，金融机构创造的毛利润和资本收益率高得不合常规。考虑到政府监管的加强、杠杆的压缩（造成市场可贷资金减少）、更高的融资成本、更严格的发行标准、更低的市场需求水平以及不合逻辑的畸高利润产品的减少，“正常”情况下的利润率和估值倍数（PE）不可能继续维持如此的高位。

我认为，两种观点都有自己的道理。我一直认为，目前市场上的期货期权做多交易和金融股的做空交易太多了。而我对金融股的观点恰恰相反。实际上，我对做空商品头寸观点的支持，可以说是毫不动摇的。

不过，我还从未发现哪只金融股的交易价格真正符合我们对便宜股票的定义，而且我一直认为，挤出泡沫的过程往往是一个漫长的旅程——它将是若干年而不是几个月的事情。

到了今天，金融业给我们的唯一印象，就是让投资者魂牵梦绕、纷纷破裂的房地产泡沫和信贷泡沫。如果我们接受阿尔伯特·爱德华的观点——一场深度衰退即将到来，那么，金融股就算不上什么好投资，这听起来似乎有点令人费解。

新任美联储贷款官员的观点，对这种解释给予了强有力的支持。如图28-4和图28-5所示，信贷产品的需求和供给都在萎缩。市场这两个方面的实质性萎缩，对政策制定者来说应该是一个不可忽视的因素，因为这是流动性陷阱的基本特征之一。

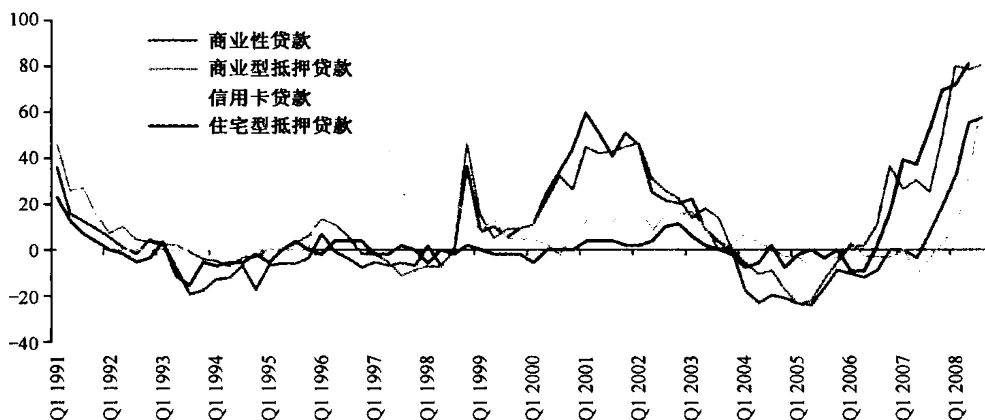


图28-4　供给方指标：各种贷款出现紧缩情况的百分比

资料来源：SG Equity Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

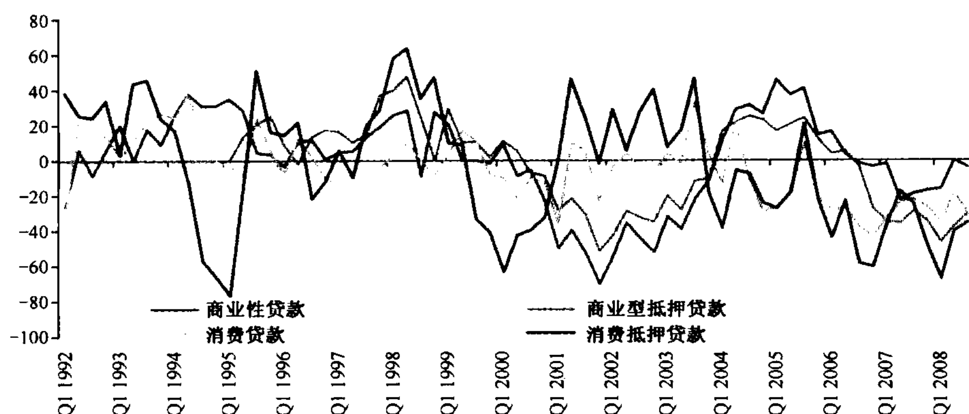


图 28-5 需求方指标：各种贷款出现紧缩情况的百分比

资料来源：SG Equity Research。

需要关注的不仅是信贷供给，信贷需求更需要关注！这不仅仅适应于房地产市场。显然，不仅抵押贷款（商业房地产和民用房地产）缺乏需求，消费信贷和企业信贷同样缺少需求动力！

但是，我从不相信建立在预测基础之上的投资决策，因为预测最多不过是愚人游戏而已。不过，我一直非常赞同价值投资大师艾维拉德的话，“有的时候，最主要的并不是形势转坏的可能性有多小，而是形势转危会带来怎样的后果”。实际上，这就等于说，真正有意义的是预期价值，而不是概率，因为一个亏损巨大的未来项目，即使现在看来还遥不可及，但一样会让你心疼。

因此，如果你想投资于金融股，就一定要保证非常大的安全边际。那么，当前的金融股能否提供这样的保护呢？我在评估银行股时经常采用的一种方法就是市值—存款比（最好采用无负债资产负债表）。历史经验告诉我们，对于适合投资的银行股，这一比率往往保持在 3% ~4% 的降低区间——尽管银行股在破产前也会达到这么低的水平，比如英国北岩银行（Northern Rock）就出现了这种情况。

目前，只有极少数银行股的这一指标低于 4%，而且只有两只银行股不属于这一情况。这两个非日本的例外情况分别是英国的布拉德福德－宾利银行（Bradford & Bingley）和美国国民城市银行（National City Corp）。当然，这也预示着潜在的投资机会——做多日本银行股，做空某些价格高估值的股票，尤其是汇丰银行（HSBC）、标准渣打银行（Standard Chartered）以及西班牙桑坦德银行（Banco Santander）等对新兴市场依赖性较强的银行股。

为了对这种安全边际的缺乏程度进行有效衡量，我进行了大量的研究，并最终计算出美国金融股自 1927 年以来的市账比（P/B），具体如图 28-6 所示。自 1927 年以来，美国金融股票的平均市账比为 1.38 倍，而目前的市账比则是 1.32 倍——尽管平均数相差不大，但安全边际已经大不如前！

图 28-6 还显示出，便宜股票的基本估值应为账面价值的 0.5 ~0.75 倍。在“大萧条”期间——这也是西方国家经历的最近一次信贷危机，金融股的市账比从 2 倍跌至 0.5 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

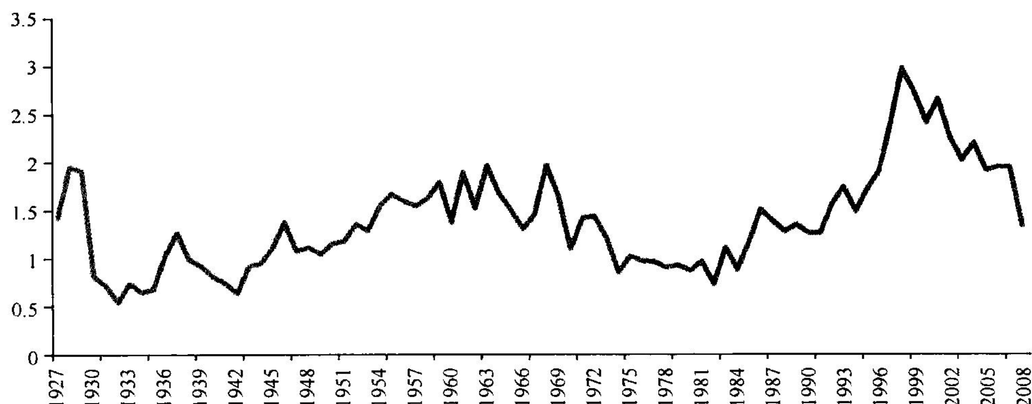


图 28-6 美国金融股票的平均市账比

资料来源：SG Equity Research。

当然，这仅仅是全部故事的一部分。账面价值也可能会出现萎缩，而且已经缩水。图 28-7 显示，在整个大萧条期间，美国金融股的账面价值甚至缩水一半！在当前的危机中，至 2008 年为止，金融股的账面价值已经缩水了 6%。我并不是想说，今天的形势和大萧条时期一样糟糕（我打算把这种让人不高兴的宣言留给阿尔伯特），我想说的是，我们有必要停下匆忙的脚步，重新认识市场，重新思考自己。

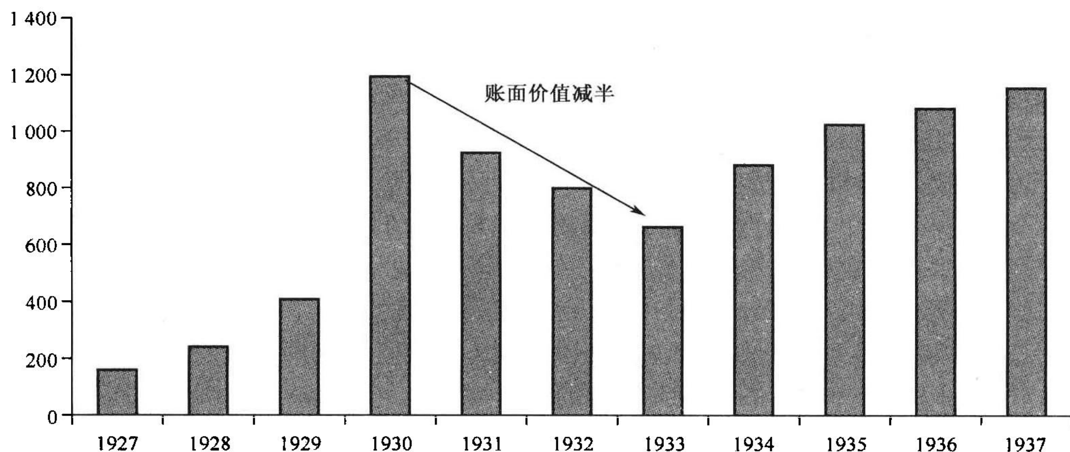


图 28-7 美国金融股票的账面价值（100 万美元）

资料来源：SG Equity Research。

归根结底，我的观点是：目前的安全边际根本就不足以弥补相应的风险。我一直在喋喋不休地强调廉价股票，似乎会让人们觉得我太贪婪。但对我来说，银行股的表象，更像是即将破裂的泡沫，而不是什么正常的信贷周期。正像塞思·克拉曼在其著作《安全边际》中说的那样，“只有在证券价格低于考虑人为失误、厄运或是极端市场波动的内在价值时，才能实现真正的安全边际。”他还警告：“资产缩水的预期，使得投资的时间跨度以及实现内在价值的催化剂显得更为重要。在通货紧缩的环境下，如果你不能预测内在价值能否实现或是何时实现，就最好不要贸然涉足。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章

债券：是投机而不是投资[一]

我和阿尔伯特并不总是在所有问题上都针锋相对，观点相悖。不过，目前的政府债券市场却让我们断然成为对立面。作为一个以价值导向的长期投资者，我的观点是，债券本身根本就不能创造任何价值。债券已经让美国人付出了沉重代价，让美国滑进日本式的通货紧缩中。但即便美联储能成功地重新启动通货膨胀（这种可能性几乎是微乎其微）——也就是凯恩斯所说的“食租阶级的安乐死”（euthanasia of the rentier）[二]，他们也无法为投资提供有效的保护。我们或许可以继续把持有债券作为一种“投机”，但绝对不会成为投资案例。

- 我认为，在原则上，政府债券的市场估值绝对较为简单。我把债券价值归结为如下三个元素的总和：真实收益、预期通胀以及通胀风险溢价。市场告诉我们，10年期美国政府债券的真实收益率约为2%。考虑同时期的名义收益率也在2%左右，因此，我们就此可以推论出，未来10年的年均通胀率为0%。
- 这表明，市场相信，美国将遵循日本的经济模式——缓慢滑入令人窒息的通货紧缩。按照通胀率曲线的发展趋势，10年期债券在未来10年内将给投资者带来3%的年均收益率。但长期收益预测的调查则为我们揭示了另一番完全不同的场景——未来10年的年均通胀率将达到2.5%左右。这就意味着，我们需要对债券给予截然不同的定价。在正常情况下，美国政府债券的“公允价值”将为4.5%~4.75%。
- 但是，我们身处的世界绝非正常。美国正在成为一个债务缠身的国家。一旦发生通货紧缩，由此引发的“债务通缩”（debt deflation[三]）必将让整个经济付出惨重的代价。对于这一点，信贷泡沫的破裂足以让我们探视其中的危害——次贷危机掀起的金融海啸已经席卷全球金融体系。
- 自陷入通货紧缩起，日本足足用了10年的时间才真正开始推行“量化宽松”政策；而美国在真正的通缩尚未开始前，即已启动“量化宽松”政策。伯南克很清楚这一点：即使在零利率条件下，货币政策也绝非一无是处。早在2000年，伯南克就在与日本政府官员的谈话中提到，在零利率市场中，可以采用货币融资转移[四]、通货膨胀目标制（inflation target）之类的传统政策及非传统政策。

[一] 本文首次刊登于2009年1月6日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] 即政府不希望人民储蓄，鼓励消费，进而刺激投资，最后实现所谓的全民就业。——译者注

[三] 欧文·费雪认为，在经济紧缩情况下，由于集体性的不信任，所有人都力图削减债务，同时出售其资产，从而导致资产价值下跌，进而导致债权价值的下跌，因此，这种抛售资产的个体行为会损害所有人的利益。——译者注

[四] money-financed transfer，以发行货币支持减税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 当一个不可阻挡的力量撞击到一个不可动摇的目标时，会发生什么呢？我不知道，我相信没有人能知道。但是，政府债券市场已经毫不犹豫地选择了通货紧缩。因此，只要美联储达到目的，债券就不可能为投资者提供任何保护。“食利阶级的安乐死”将随之而来。
- 本杰明·格林厄姆指出，“投资就是在深入分析的基础上，在保证投资者本金安全的前提下，创造令人满意的预期收益的过程。如果这个过程不能满足这些要求，那么，它就是投机”。按照目前的收益水平，债券显然不能给投资者带来令人满意的回报（更谈不上本金的安全）。正如著名编辑吉姆·格兰特（Jim Grant）说的那样，把它们称作“无收益风险”或许更合适。持有债券的投机性案例数不胜数。从短期看，债券确实可以成为市场的热流，但我是投资者，而不是投机者，因此，我的组合里绝对不会给债券留一个位置。

我和阿尔伯特并不总是在所有问题上都针锋相对，观点相悖。不过，目前的政府债券市场却让我们断然成为对立面。实际上，在过去的8年里，我或许还真想不出一件这样的事情。我甚至不敢说，我们曾在某个时候出现过真正的深层次分歧；我们之间的差异或许仅仅是时间范畴和投资方法问题。

我更喜欢以价值导向的长期投资者自诩，从绝对收益的角度去看待投资世界。而阿尔伯特更喜欢接受以市场动量为导向的更短期观点（不管你是否相信）。或许正是这些方法上的差异，才促使我和阿尔伯特在持有政府债券的优缺点方面立场不同。而我在这里提出的负面案例，注定会进一步加剧这场辩论。

◇ 有关债券的长期观点

图29-1显示了10年期美国政府债券（或最接近的等同证券）的长期走势。从长期角度看，美国政府债券的长期平均收益率超过4.5%。这张图清晰地显示出20世纪70年代的通胀情况有多么的难以预料。但当下的收益率显然正在快速逼近历史新低。

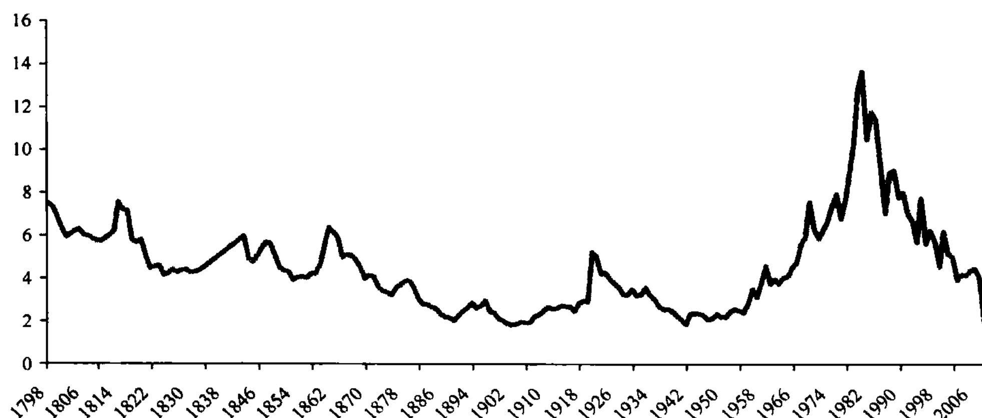


图29-1 美国10年期政府债券的长期走势

资料来源：Sidney Homer 和 Richard Sylla，2005。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，仅仅收益率逼近历史新低并不一定就是抛出信号。不妨以日本的情况为例。图 29-2 为日本的 10 年期政府债券的长期走势。1995 年，我曾在东京工作，我当时的想法是，既然债券收益率已经跌至 3%，我坚信收益率不可能进一步走低。但它们依旧我行我素，居然跌至原来的一半，而后又继续贬值一半。

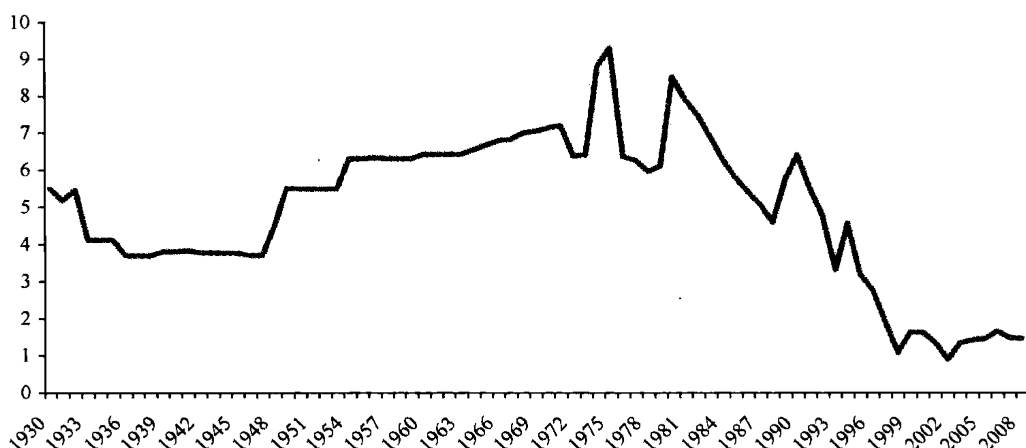


图 29-2 日本 10 年期政府债券的长期走势

资料来源：Sidney Homer 和 Richard Sylla，2005。

◇ 债券的内在价值

我们应该怎样判断债券的价值呢？我一直以最简单的收益观点看待政府债券。我通常把债券价值归结为如下三个元素的总和：真实收益、预期通胀以及通胀风险溢价。

在通常情况下，我们可以认为，债券的真实收益率约等于经济的长期真实增长率（从而在资本的边际成本和边际收益之间实现均衡状态）。按实证数据，这个假设似乎还值得怀疑，因为真实收益率和真实增长率之间往往不存在严格的一一对应关系，不过，以近似的观点作为替代也是可以接受的。当然，只要采用与指数（或通胀保值）相关的证券，我们完全可以对很多国家政府债券的真实收益情况进行接近于现实的模拟。在美国，10 年期通货膨胀保值债券（TIPS）的收益率约为 2%。

在我们的简单债券估值模型中，预期的通货膨胀是第二个变量。我们可以采用多种方法评估通胀预期这个变量。比如，在针对专业预测人员（几乎可以把他们等同于愚人）的调查中，要求被调查对象对未来 10 年的预期通货膨胀率进行预测。图 29-3 就是根据这种调查得到的未来 10 年的预期通货膨胀率走势图。通货膨胀率预期始终令人费解地固守在年均 2.5% 左右，当然，这是以我们冒着美联储坚决不食言的风险为前提的。

相比之下，债券市场的定价方式则多种多样（见图 29-4）。我们可以简单地以名义债券和通胀保值债券（TIPS）收益率之差替代内含通胀率[⊖]。如果两类债券的名义收益率均为 2%，那么，投资者就可以推断，未来 10 年的预期通货膨胀率为 0%。

⊖ 剔除各种外部因素后的客观通货膨胀率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

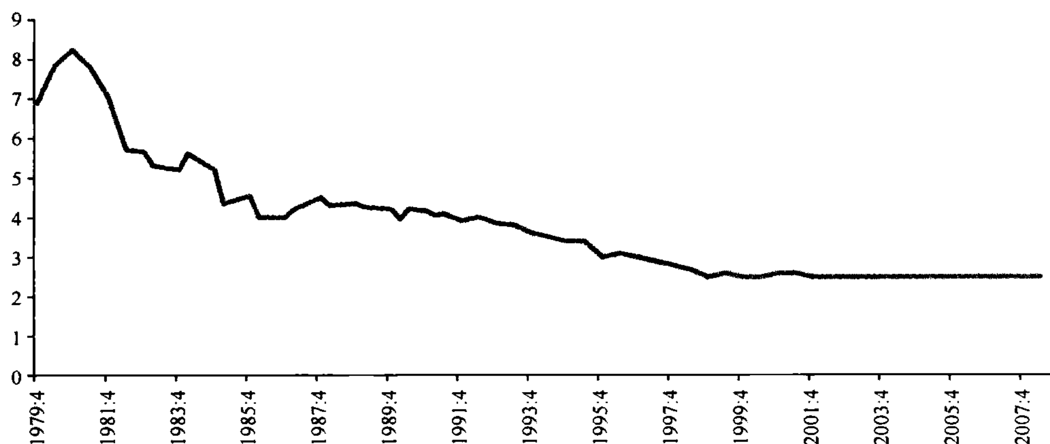


图 29-3：对专业预测人员的调查—未来 10 年的预期通货膨胀率（年均%）

资料来源：SG Equity Research。

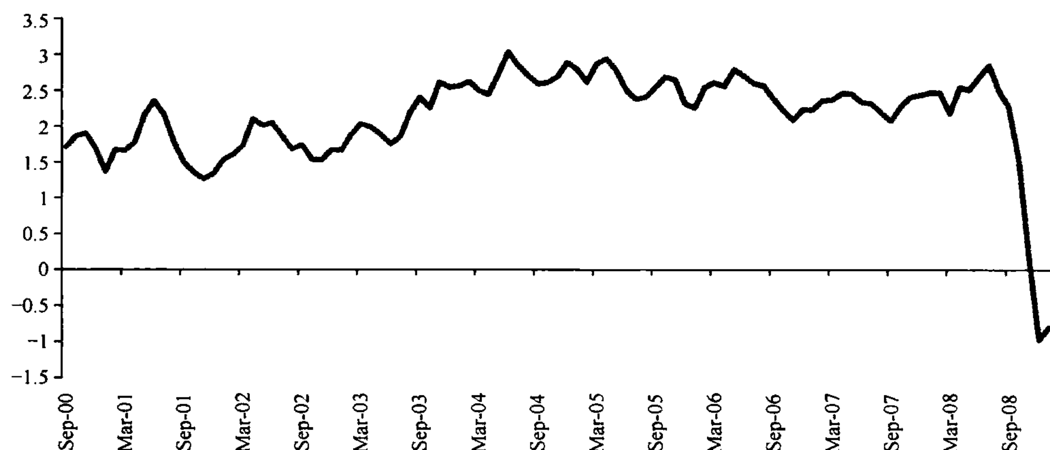


图 29-4　名义债券—通胀保值债券（TIPS）收益率 = 内含通胀率（年均%）

资料来源：SG Equity Research。

另一方面，我们也可以采用与收益率对应的通胀互换工具（inflation swap）估计未来通胀率（见图 29-5）。目前，按这些金融工具评估的未来 10 年年均内含通胀率仅为 1.6%！需要提醒的是，内含通胀率刚刚出现大幅下跌！

在我们这个简单的债券估值方法中，最后一个变量就是通货膨胀风险溢价。由于通货膨胀具有明显的不确定性，因此，需要以风险溢价补偿这种不确定性。尽管在现实中难以估计客观通货膨胀率，但目前的学术研究表明，其正常值应为 2.5% ~5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

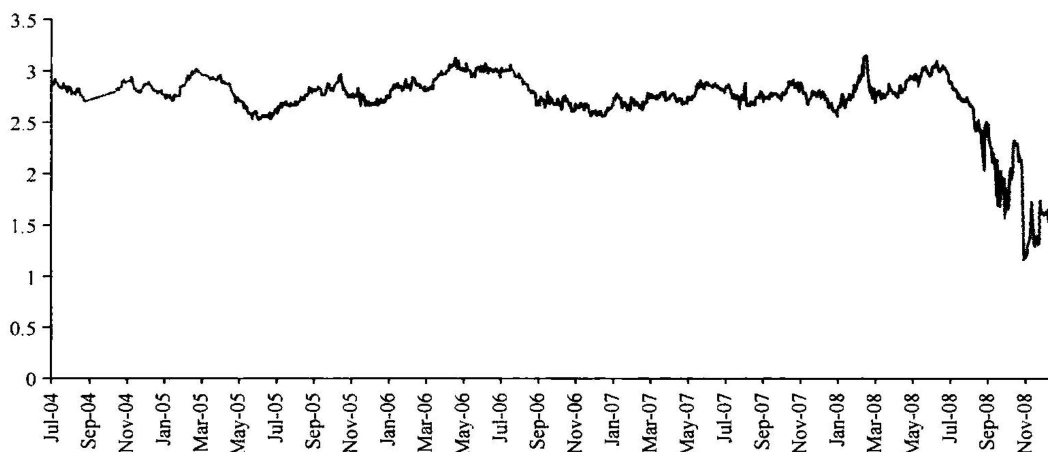


图 29-5　10 年期内通胀互换工具的内含通胀率（年均%）

资料来源：SG Equity Research。

◇ 总体分析

图 29-6 就是用这个简单模型进行的债券估值结果。由图可见，按照“正常”的通货膨胀率，美国政府债券的“公允价值”将在 4.75% 左右。但目前略高于 2% 的通胀率，显然不符合“正常”情况下的预期“公允价值”。

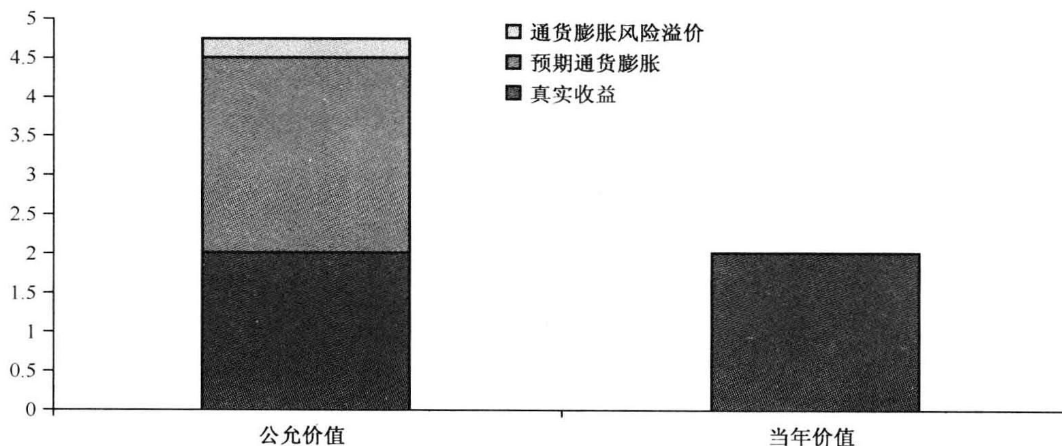


图 29-6　债券的近似公允价值基准值与现实的收益率

资料来源：SG Equity Research。

如果我们按通胀率曲线的趋势进行预测，就会发现，市场的观点是：10 年期债券在未来 10 年内仅能给投资者带来 3% 的年均收益率（见图 29-7）。市场似乎坚信，当下的低收益率将延续相当长一段时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

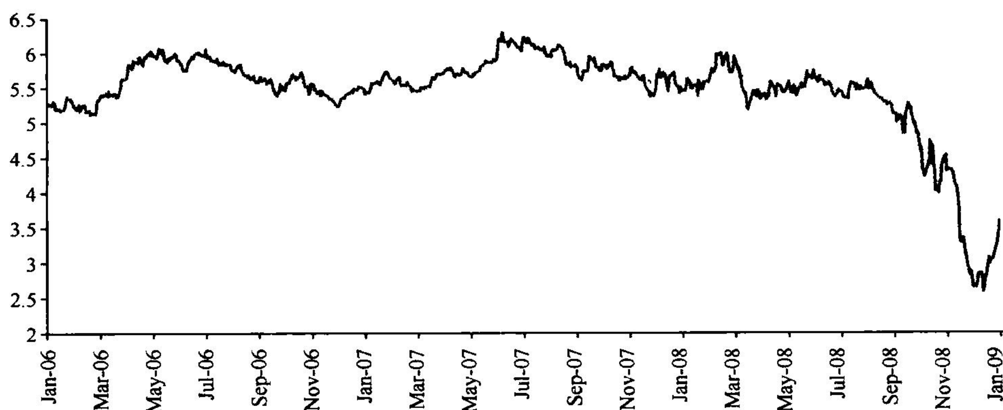


图 29-7 10 年期远期债券在未来 10 年内的表现

资料来源：SG Equity Research。

◇ 通货膨胀还是通货紧缩？

我以前曾多次撰文指出，通货膨胀还是通货紧缩的争论已经让我疲倦不堪。历史一再地教育我们，信贷泡沫的破裂将为经济体释放出无比巨大的通缩压力。随着美国经济正在严重的债务过剩，美国消费者将在 1/4 世纪的时间里不得不精简消费、节衣缩食，而债券通缩的危险已经近在眼前（见图 29-8）。

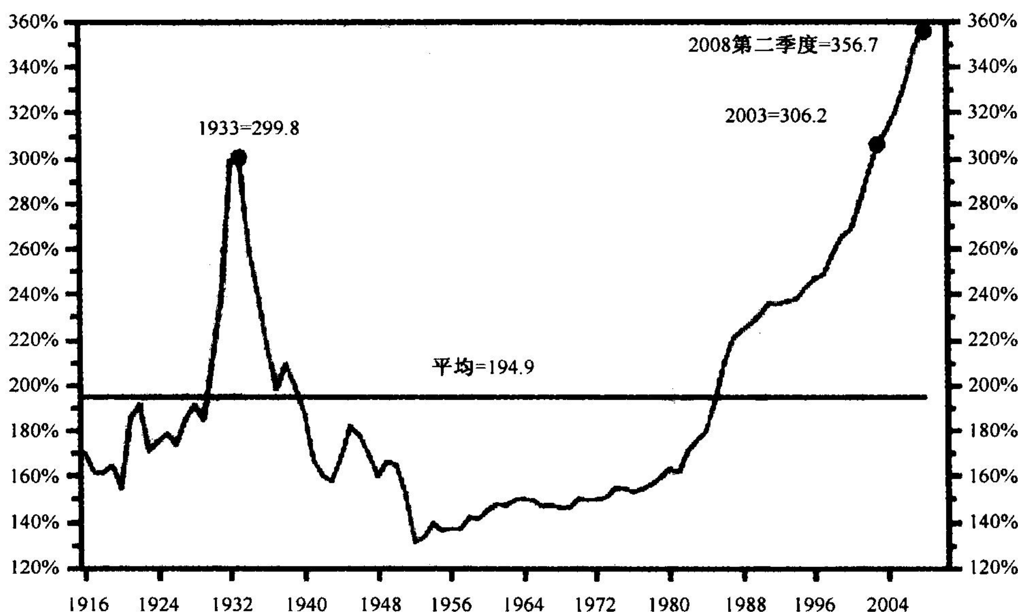


图 29-8 美国债务总额与 GDP 之比

资料来源：何辛顿投资管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，美联储对经济紧缩威胁作出的反应极端强烈，令人瞩目。美联储已经启动的定性宽松政策（qualitative easing）[⊖]及定量宽松政策（quantitative easing）[⊜]绝对是前所未有的。毫无疑问，我们正处在一场全新的货币试验中（见图 29-9）。

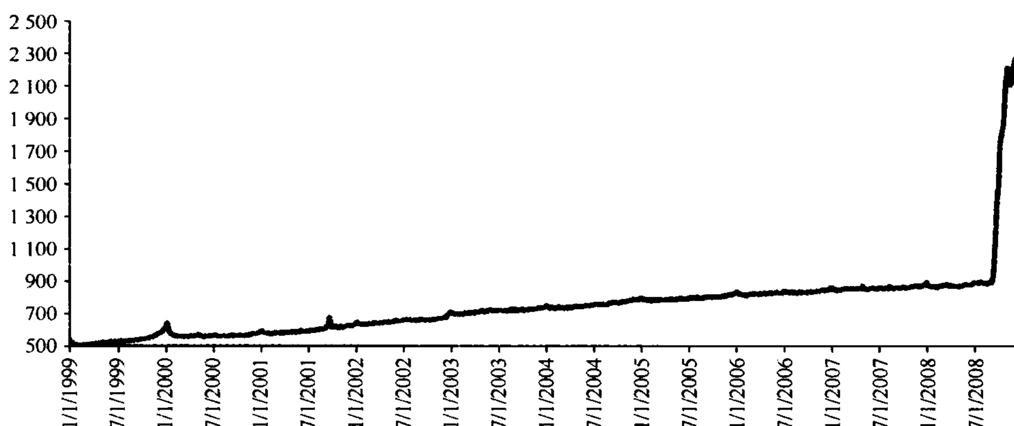


图 29-9 美联储的货币发行量（10 亿美元）

资料来源：SG Equity Research。

美联储规避通货膨胀的努力能否成功尚不得而知，这显然超出我的预测能力。但不管怎么说，伯南克已经对反击通缩的游戏计划作出异常清晰的阐述。他定会想尽一切办法帮助美国走出这场通货紧缩。早在 2000 年，伯南克就曾在与日本政府官员的谈话中坦率地承认，通货紧缩对高负债国家的威胁更大。“与金本位之类的传统经济环境相比，零通胀或轻度通缩在当前环境下带来的威胁更大。因为现代经济比 19 世纪时的经济更依赖于信贷，尤其是长期信贷”。

伯南克毫不动摇地坚信，在零利率市场条件下，货币政策绝非一无是处。在本质上，他的观点以套利为基础（正如斯蒂芬·罗斯——Stephen A. Ross，套利定价理论的创立者——所说的一样，要把一只鹦鹉变成经济学家，只需要让它学会一个词：套利。在我看来，经济学家似乎更乐于用套利假设去否定一个解决方案。实际上，我在《行为投资学》的第 2 章里，已经对套利策略的失败——包括其原因和结果——进行了详细叙述）：

> 货币不同于其他政府债务，它不需要支付任何利息，而且偿还期无限。货币机构可以无限制地发行货币。因此，如果市场价格水平确实独立于货币发行量。那么，货币机构就可以用它们创造的货币，购买无限多的商品和资产。而这又必将会破坏市场的均衡。因此，即便名义利率为零，货币发行量也必然会提高价格水平。

在这次讲话中，他为货币机构设计了一套针对零利率对症下药的政策选项。首先是大幅度的货币贬值——考虑到世界其他国家的反应，这一策略显然更适合像日本这

⊖ 即信贷宽松，通过改变私人部门所持有的各类资产的比例来影响各类资产的相对价格，从而对实体经济产生影响。——译者注

⊜ 指中央银行通过增加超额储备存款的规模而使其资产负债表得到扩张，使其超过维持零利率所需的水平，从而影响金融市场上的资产价格和经济产出。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的国家，而不是美国。今天，这样的政策很有可能会引发其他国家作出“以邻为壑”[一]和“竞争性货币贬值”（competitive devaluation）的行为。当然，在大量海外投资者持有本国债券的前提下，此类政策极难实施，因为你肯定不希望他们倾销你的债券。

在伯南克的菜单上，第二道大餐（尽管尚未在美国得到首肯）就是通货膨胀目标制（inflation target），以期在公众心目中重塑对中央银行推行通胀政策的预期。他提到的通胀率预期范围为3%～4%。

伯南克遏制通货紧缩的第三个法宝是货币融资转移（money-financed transfer）。在本质上，就是以发行货币支持减税。显而易见，这就要求货币机构和财政机构之间协同一致，但是和日本相比，这样的情况在美国显然更难实现。

最后，伯南克主张采用非标准的货币政策。简而言之，就是定性宽松政策及定量宽松政策。伯南克曾在多个场合提及回购政府债券的可能性。

这些手段并非没有先例，美联储曾在“二战”期间走过这样的路。理查德·赛拉（Richard Sylla）及所罗门兄弟合伙人西德尼·霍默（Sidney Homer）曾在他们的代表作《利率史》（*A History of Interest Rates*）中写道，“财政部战争金融计划的基础就是固定的收益率安排，而要维持这种安排，联邦储备银行就必须购买相应数量的政府债券。据此，三年期国库券的利率定为3/8%，一年期债务凭证（certificates of indebtedness）为7/8%，短期债券的利率为2%，长期债券为2.25%，25年到30年期的债券利率则确定为2.5%”。

有趣的是，理查德·赛拉和西德尼·霍默还提到，“在第二次世界大战结束时，有些人认为，国库券不可能始终维持在2.5%这么高的水平上。2.5%的利息率或许将永久消失。因此，在1945年“二战”正式结束的时候，美国发行了被很多人看成是最后一笔利率为2.5%的国债，发行总额接近200亿美元。实际上，所有国库券的新发均告停止。”这导致政府债券的利率一举下跌至1.93%！但赛拉和霍默也指出，“这也是26年债券大牛市最辉煌的顶峰”。

有一件事是非常清楚的。如果美联储继续沿着这条路走下去，你肯定不想成为最后一个持有美国国债的那个人。因为这无疑将造就一场凯恩斯所说的“选美”比赛，每个债券投资者都在内心里揣测其他债券投资者。或者像沃伦·巴菲特说的那样（他把2000年的股票市场比作舞场里的辛德瑞拉），“每个头晕眼花的客人都想赶在午夜前的几秒钟离开舞池，但这里有一个问题：舞厅里的钟没有表针。”

至于伯南克为验证自己的主张到底会选择什么样的政策组合，最终在他对日本政府官员的谈话中表露得淋漓尽致。“我认为，罗斯福采取的特殊政策手段很重要，但更重要的是他的敢于进取、敢于尝试的精神——归根结底，就是为了国家走出困境而敢于采取一切必要的手段。”

◇ 美国是否会成为下一个日本？

如果通货紧缩仅仅是短期现象，那么，我并不认为美国会走上日本的老路——体

[一] beggar-thy-neighbor，很多国家在1930年大萧条时期采取的一种保护贸易政策，通过进口管制及货币贬值等措施，以伤害其他国家利益为基础，维持国内产业及就业机会。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验日本经济那个“失去”的10年。正如凯恩斯所说的那样，“现有事实对于长期预期的影响，与其重要性不成比例；我们的通常做法，就是往往以现在推测未来，除非有相当具体的理由预测未来会有改变，否则总假定将来与现在一样”。

我的朋友、也是以前的同事彼得·塔斯克（Peter Tasker）——他从1982年开始就一直生活工作在日本，因而是一个绝对够资格的日本通，应我请求撰写了一篇稿件，罗列了日本与美国的五大差异。

首先，同时也是最明显的一点，就是美国的政策反应要比日本更快、更清晰。比如，日本央行直到2001年才真正开始推行“量化宽松”政策，而这与最初遭遇通货紧缩已经距离7年之久了。

其次，日本还没有可以真正经过实践检验的政策模型可以参照，20世纪30年代的大萧条毕竟是另一个时代的事情了，而日本经历的缓慢演进式通缩，与美国人在当时经历的物价暴跌式衰退截然不同。

再次，以削减财政支出为核心的强硬派财政政策，阻碍了日本的经济复苏。即便是实际发生的财政支出，既非日本央行通过印发货币提供资金，也没有任何实际意义（不妨想想当时修建的铁路）。新任总统似乎不太可能出台财政紧缩政策。在这种条件下，伯南克的主张将成为避免持久性紧缩的一剂猛药。

最后，美国和日本之间存在着深刻的社会与人文差异。日本的高龄人口使通货膨胀在政治上根本就难以行得通。而美国的人口结构则有利得多，这或许可以让回归通胀策略在政治上更具可行性。

塔斯克总结的第五个基本差异似乎不太有利于美国（我在前文已经提到过）。在日本陷入通货紧缩时，其他国家的总体运行状况基本良好。而美国则面对着极为艰难的外部环境，这让他们很难实施通货再膨胀政策。

◇ 结论

至少我本人认为，收益率只有2%左右的政府债券没有任何投资价值。正像本杰明·格林厄姆说的那样，“投资就是在深入分析的基础上，在保证投资者本金安全的前提下，创造令人满意的预期收益过程。如果这个过程不能满足这些要求，那么，它就是投机。”凯恩斯也一针见血地指出：“投机这个词的本质含义，就是预测未来市场心理的活动，而经营则是预测资产在其整个寿命期内预期收益的活动。”

我认为，2%的名义收益率绝对算不上令人满意的回报。按照目前的市场价格，美国似乎注定要步日本的后尘，陷入漫长而艰难的通货紧缩。这一点已经反映在市场定价中——政府债券没有任何价值。即便债券收益率从2%暴跌至1%，投资者也只能拿到9%左右的回报率。

如果发生相反的情况，即美联储成功地启动通货再膨胀政策（就会造成凯恩斯所说的“食租阶级的安乐死”，食租者指依赖租金和收益、或者说依靠债券持有者生活的阶级），那么，债券将会变得更加一文不值，因此，其风险极高，而且具有极强的单向性[○]。著名编辑吉姆·格兰特对此的总结入木三分：政府债券最终或许会成为“无收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险”的债务工具（与“无风险收益”这个传统经济词汇相对应）。如果债券收益率从2%上升到4.5%，那么，投资者的原始资本将承受近20%的损失。

当然，投资政府债券还是有投机价值的。如果市场采取短期策略（而且一贯如此），那么，低劣的短期经济数据已经真正通货紧缩时代的到来，会轻而易举地把债券收益率拖到更低的水平。因此，跟随市场潮流或许是一种完美的“理性投机”策略。不过，我是投资者，而不是投机者（我自己已经证明过，投机会让我胆战心惊），因此，在我的投资组合里，绝对没有债券的位置。

㊀ 几乎完全由持有者承担。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十章

资产贱卖、经济衰退与股利政策㊀

我一直围绕三个基本思想构建自己的投资组合。首先是现金（作通缩保值对冲），**其次是深度价值投资机会**（既包括固定收益市场，也包括股票市场），**最后是廉价保值工具**（如 TIPS 和黄金）。**新的投资机会已经出现：股利互换**（dividend swap）。**在欧洲、英国和日本等国家，它们的价格甚至还不及"大萧条"时期！股利互换价格大跌的重要表现，就是股利水平从最高点下跌了60%多，而且此后再未反弹！此外，也可以把它们作为通胀保值工具。作为这个市场的一个新手，尽管我的了解可能还不全面，但有一点是可以肯定的：这无异于贱卖资产。**

- 一位客户最近建议我从深度价值投资的角度分析一下股利互换。在这个问题上，我的观点始终如一，用小熊维尼的话说，"我是一个脑袋不大的小熊，太复杂的话会让我头疼"，因此，真正涉足这些资产的研究，确实让我感到惴惴不安。
- 不过，这样的意外还是让我感到欣慰。相比而言，股利互换并不难理解（至少在表面上是这样的——但我也许会漏掉很多重要的东西！）正是有了这个市场，投资者才可以在脱离股权的基础上对股利进行交易。因此，它可以让我们一窥市场对未来股利趋势的认识。
- 总体而言，这个市场的境况不够乐观。当前的定价，在欧洲、英国以及日本，股利的水平预期将比最高点下跌60%多。相比较而言，即便是在"大萧条"时期，美国股票的股利也只不过比最高峰下跌了55%。
- 不仅股利水平本身将出现下跌（这似乎已经不再是不可能的事情），而且市场定价水平预示着，这种局面将无限期地持续下去。例如，如果欧洲股票的股利在未来三年真的下跌66%，那么，市场在随后四年的年均预期增长率恐怕只能维持在可怜的2%左右！这样的未来对我来说显然是太悲观了。
- 此外，也可以用股利互换进行通胀保值。我一直说，通胀和通缩的争论早已经让我筋疲力尽。但如果美联储真能得手，启动通胀政策，那么，无论是收益率和股利率都有可能重新反弹（按名义数据）。
- 所有这些都共同指向一个问题：股利互换为什么会如是定价？我能接受的唯一原因就是，迫不得已的抛售与供给过剩相互结合，共同造就了超低市场价格。只要出现强迫性抛售或是供求失衡，就会出现实施深度价值投资的机会。从那些只想尽快脱手、根本不管价值几何的卖家手里买进资产，绝对是最让我开心的一件事。

㊀ 本文首次刊登于2009年2月2日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2007年的大部分时间里，我们都在乐此不疲地坐拥现金（或是做空）。不过，接近年底的时候，市场开始在两个领域为他们创造投资机会。首先，深度价值投资机会同时出现于债券市场和股票市场。按照我们的观点，在市场每一次呈现出深度折扣的价值投资空间时，我们都要循序渐进地投入资金，稳步建仓。

当然，如果我们能未卜先知，精确预测未来，肯定会在最低点买进。但遗憾的是，我们根本就没有这样的本事。因此，在“市场先生”心情抑郁的时候，我们只能通过缓慢而稳定地配置现金，克服自身的局限性。这始终是我们的终极目标。

在我们的策略中，第二个要素就是寻找能为我们提供廉价保险的资产，以弥补我们的不足。尤其需要提到的是，未来的市场形势到底是通缩还是通胀，这样的辩论已经让我感到筋疲力尽。因此，无论出现通缩还是通胀，我唯一的目标，就是找到在两种情况下均能提供足够回报率的资产。

最需要关注的无疑是美国的通胀保值债券（TIPS），因为一旦美联储赢得这场通缩的斗争，它们将实现巨大的真实收益；而在相反的情况下，即便是本金也自身难保。随后是黄金，我对黄金一直心有余悸，因为我始终不太清楚到底应该怎样评估黄金的价值。不过，在竞争性贬值（competitive devaluation）和通货膨胀风险极大的环境下，持有黄金这样一直不能贬值的货币，其保值价值是不可否认的（而且未来依旧会有所作用）。另一方面，如果全球市场真的陷入通货紧缩，金融世界的善恶大决战将随之而来——因此，在这种情况下，拥有纯粹的硬通货或许将成为最终的胜利者。

◇ 股利互换：比“大萧条”时期还糟糕的定价

最近，一位客户建议我看看符合深度价值投资和廉价保险原则的第三类资产：股利互换。就像我在多个场合说过的那样，我现在喜欢的一句话来自小熊维尼，“我是一个脑袋不大的小熊，太复杂的话会让我头疼”。因此，要真正开始研究这个奇妙的世界，确实让我感到惴惴不安。

对于那些了解这些金融工具的人来说，还请谅解我的班门弄斧。对于那些不熟悉它的人，我还算略知一二。投资银行等机构投资者创造了结构化衍生金融品，而这些产品的直接结果，就是让他们成为股利投资市场的买家。对于资本抵押债券之类依赖股市上涨盈利的产品而言，股利给他们带来的是资本利得，而这就导致债券发行者做多股利型产品，成为股利互换的买家和持有者。机构投资者互换股利的方式几乎与单纯利率互换（plain vanilla rate swap）完全一致。

有了股利互换，投资者就可以在独立于股票市场的条件下交易股利。折旧让我们有机会看到未来市场的股利趋势。但美国本土之外的市场并不乐观。如图30-1和图30-2所示，欧洲道琼斯Stoxx50、FTSE100（金融时报指数）和Nikkei（日经指数）的定价环境远远比美国在大萧条时期的境遇更恶劣。

例如，欧洲市场的定价在2009年下跌40%，2010年下跌38%，2011年还将继续下跌10%——也就是说，总体上比最高点下跌了66%，相比较而言，即便是在“大萧条”时期，每股股利也只不过比最高峰下跌了55%！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

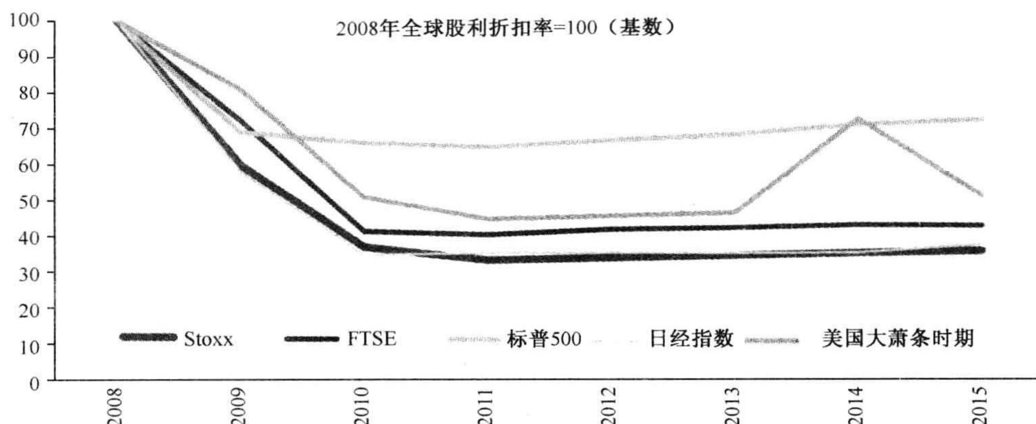


图 30-1 股利水平及其趋势（2008 = 100）

资料来源：SG Global Strategy Research。

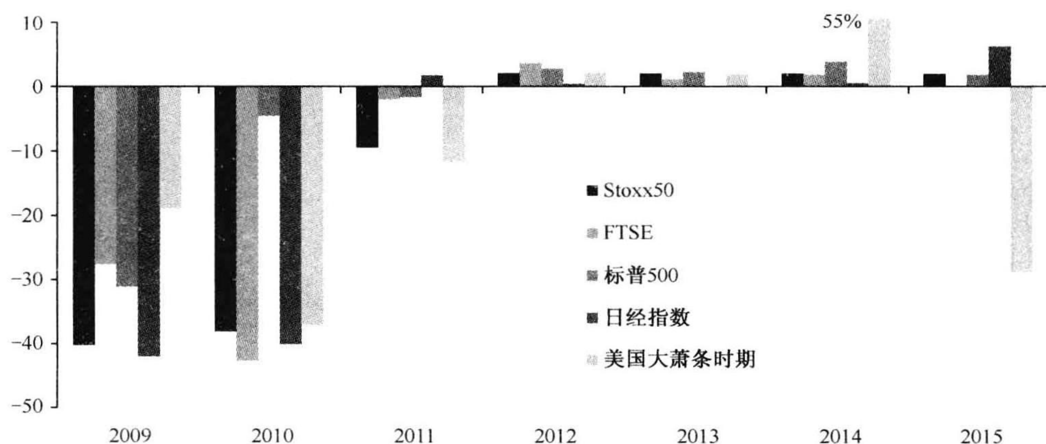


图 30-2 股利年均增长率（隐含）

资料来源：SG Global Strategy Research。

粗略地说，2011 年的股利互换定价环境变现为：电信股和公用事业股仅能支付相当于目前的股利水平，而石油天然气股的股利水平仅仅相当于目前的 50%！所有这一切都让我们感觉到，股利互换似乎就是另一种身处突变时期（即萧条期的定价）的资产——这一点很像公司债券的利差（spreads）。

欧洲、英国以及日本的股利水平不仅预期将大幅下跌（我认为这已经不再是不可能的事情），而且市场定价水平预示着，这种局面将无限期地持续下去。例如，如果欧洲股票的股利在未来三年真的下跌 66%，那么，市场在随后四年的年均预期增长率，恐怕只能维持在 2.2% 左右！

美国的情况与此极为接近，首先从最高点下跌 60%，然后，在随后四年里仅实现了 1.7% 的年均增长率！但即便是在“大萧条”时期，股利的增长率依旧超过 4%（这其中还包括 1937 年经济再次疲软造成的股利暴跌——如果仅计算至 1936 年的话，股利的三年期年均增长率超过 17%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 以股利做通胀保值

我在上面已经提到过，股利互换的定价形势不仅比大萧条时期更严峻（这也让它成为我们深度价值投资组合中的一员），此外，它们也是抵御通胀回归的一种廉价保险工具。

理论上，收益和股利都属于名义概念（nominal concept），因此，通常情况应与通货膨胀环境保持同步。如果美联储真能成功地启动通胀回归政策，那么，无论是收益率和股利率都有可能重新反弹（名义水平）（见图 30-3）。因此，股利互换完全可以成为一种完美的廉价通胀保值工具。

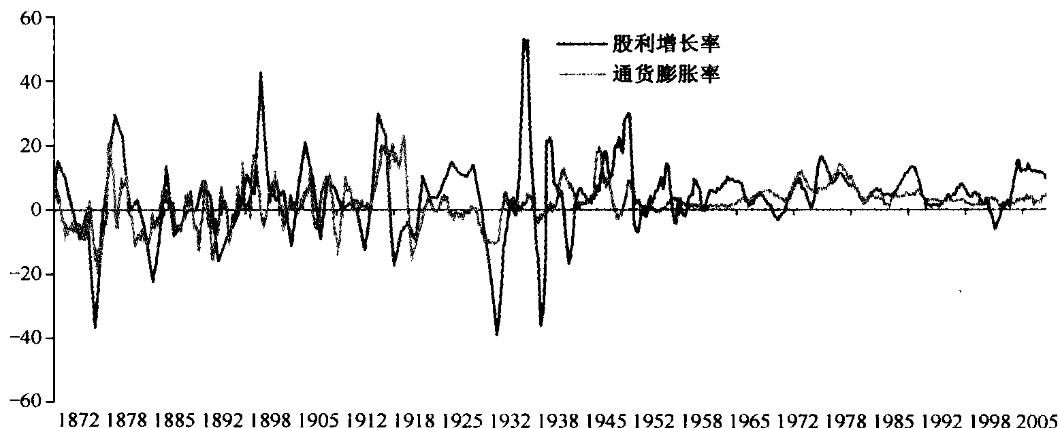


图 30-3 美国的股利增长与通货膨胀

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 迫不得已的卖家与供应过剩

所有这一切均指向一个问题：股利互换为什么会如是定价？我能接受的唯一原因就是，迫不得已的抛售与供给过剩相互结合，共同造就了超低市场价格。当然，这也是绝佳投资机会的根本源泉。

只要出现强迫性抛售或是供求失衡，就会出现实施深度价值投资的机会。从根本上说，被强迫的卖家不管价格几何都要抛出。因此，假如能采取比被迫卖家更长的投资区间（我们谈论的实际就是自己，因为每个人都难免遇到这样的情况），那么，我就可以利用他们的短期流动性需求，收购包含价值潜力的资产。

当然，在贸然得出结论之前，我还应该提醒各位，我还是这个领域的新手，我相信肯定还有很多人比我更聪明，他们每天都在面对这种资产，因而注定比我更专业。因此，我的了解可能还不全面，或许会遗漏原本是显而易见的东西。如果是这样的话，我诚挚期待各位通过电子邮件指出我的缺陷和愚蠢之处。但我始终认为，股利互换的市场价格太低了，以至于我们完全可以肯定：这无异于贱卖资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十一章

经济周期、价值陷阱、安全边际与收益能力[一]

一些客户在看了我最近发布的几篇投资推荐之后，提出了一些非常接近的问题。他们指出，在我推荐的一些与商品及行业周期相联系的证券中，如果按市场周期内的最高收益衡量，确实属于廉价股票（实际上，我们在本年度已经多次对此提出过警示）。**本杰明·格林厄姆也意识到这种问题，他认为，应按平均盈利能力对股票进行估值**（基于"5年或7年、最好是10年"的平均水平），**而不是依据当前的盈利能力。把这个标准与我们的深度价值筛选方法相结合，我们发现9只标普500指数成分股及31只欧洲股票符合我们的价值投资原则。**

- 在我的筛选中，绝不保留被我们称作"虚幻价值"的股票——之所以显得便宜，仅仅是因为可以采用偏离平均趋势的周期内最高收益。在某种程度上，我并不担心这种情况。因为风险管理实务的核心，便体现在安全边际这个概念之中，它为我们防备出现最差收益情况提供了一种缓冲机制。
- 例如，按1985～2007年期间的平均水平考虑，那些收益增长率最低的价值股，在收益率方面依旧能达到这个平均水平。而它们的低价格则为我们防备最差结果提供了保护。相比之下，收益增长率最低的成长股（热门股），创造的收益率却只能达到这个平均水平的2%。
- 尽管安全边际能为投资者提供有益的防护，但刻意回避那些盈利能力可能存在问题的股票，显然有助于我们进一步提高投资收益率。实际上，本杰明·格林厄姆早已经意识到这样的风险：价值投资者应远离周期性股票。他主张，应按平均盈利能力对股票进行估值，而不是依据当前收益率。
- 我们依据平均收益率（而不是一年期收益率）构建的市盈率，对格林厄姆的建议进行检验。结果显示，这个简单的特征意义非凡。比如，自1985年以来，依据以往1年期收益设计的PE投资策略，其平均收益率约高于大盘2%～3%。不过，按"格林厄姆 & 多德市盈率"（Graham&Dodd PE，现价与以往10年平均盈利之比）设计的投资策略，则高于大盘平均值5%。
- 我们的检验揭示的另一个结果是，到2009年为止，市场始终保持下跌趋势。而且所有被抛售股票的下跌过程几乎如出一辙。唯一值得关注的是，价值股并不能为投资者提供任何保障。
- 格林厄姆认为，对任何股票，投资者支付的价格都不应超过平均收益的16倍。我

[一] 本文首次刊登于2008年10月13日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们以此作为深度价值筛选的另一个附加标准，以保证剔除那些“价值”明显来源于周期内收益最高点的股票。从上周起，我们开始对价值股的筛选结果进行持续更新。结果显示，在这些市场上，一周时间即可作为长期性考量框架。在上一周，仅有两只美国股票符合我们的深度价值标准，这一周有9只股票符合要求（均通过了“格林厄姆＆多德市盈率”筛选标准）。在欧洲市场，通过这一标准的股票数量则从34只猛增至52只！31只股票符合我们最新的平均收益率标准。全部股票名称见表31-3。

在我最近挑选的价值股中，相当一部分股票属于通常所说的周期性（经常与商品及市场周期相联系的证券相关联）。基于我们一贯的怀疑态度，尤其是对周期证券和期货证券的悲观预期和公开警告，自然会让很多人捉摸不定。

此类之所以会出现在我们的筛选范围之内，出于以下两个原因。首先，它们依旧是股票，只不过是处于盈利周期最高点的股票，其收益能力即将步入下行通道（往往会形成一种特殊形式的价值陷阱）；其次，这些公司的基础资产价格并没有真正增长（比如某些联合石油公司）。

在某种程度上，购买廉价资产过程本身所形成的安全边际，足以帮我们抵御以往市场错位招致的灾难性后果。这同样是一种有意义的风险管理！通过买进价格已经出现下跌的股票，我们在减少投资风险的同时，也增加了提高收益的可能性。

表31-1说明了价值股如何帮助我们规避不利结果。该表显示了以估值类型为基础的各种股票的收益业绩，并假设我们能对未来收益作出精确预测。据此，我们可以各种价值股最终所面对的盈利环境，对它们的市场业绩进行检验。

表31-1 按股票收益能力分类的回报率（成熟市场，1985～2007，年均收益率%）

	收益增长率最高	2	3	4	收益增长率最低
价值股	19.8	21.6	17.7	15.9	11.9
2	20.6	18.0	13.7	11.0	10.9
3	17.8	14.0	11.6	9.87	8.10
4	15.7	10.5	8.55	6.67	6.12
成长股	7.90	5.04	4.42	2.77	2.18

资料来源：SG Equity Research。

分析表中第一行的数据，我们可以看到，价值股的收益表现如何随企业盈利能力的变化而变化。但奇怪的是，收益增长率最高、价格最便宜的股票，其回报率也最优。不过，收益增长率最差的价值股，则能提供最坚实的安全边际——即便如此，它们的回报率依旧能达到市场水平。

与此形成鲜明对比的是，热门股（即成长股，表中最后一行）则因买入价格已包含较高的未来成长预期而缺乏安全边际。盈利增长率最高、价格最贵的股票，仅能勉强实现8%的平均收益率（明显低于大盘12%的年均收益率）。但是，和那些高定价、收益增长率最低的股票相比，高增长率、高股价股票的糟糕业绩也就大巫见小巫了，因为低增长率、高股价股票的平均收益率只有不足挂齿的2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 31-1 为价值股和成长股在各收益率区间的百分比。市场绝对是纠正成长基本方向的顶级专家！在收益增长率最高的 10% 区间内，成长股的比例（44%）远远高于价值股（5%）。不过，考虑到这些股票平淡无奇的回报率，投资者显然是在为成长而支付了过高的价格。

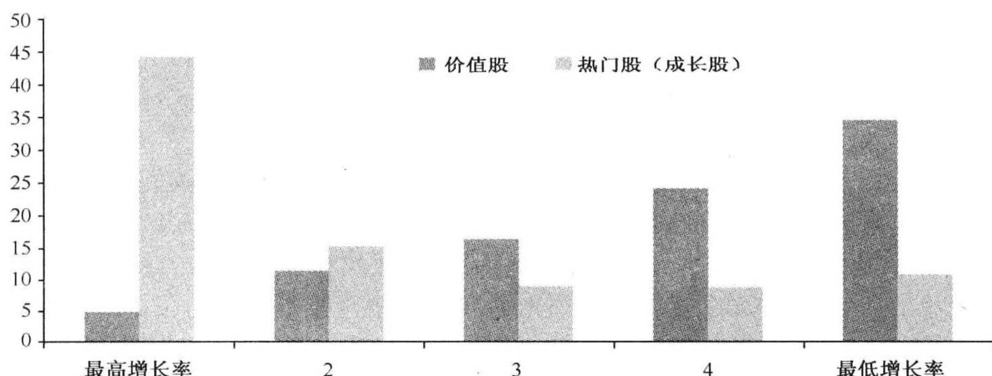


图 31-1 股票在各收益率区间内的分布情况

资料来源：SG Global Strategy Research。

尽管安全边际可以帮助我们抵御收益下跌带来的影响，但我们显然可以尝试着通过规避那些收益能力可能面临危机的股票，进一步提高投资业绩。

而这就自然而然地引出如何剔除收益能力可能面临危机的价值陷阱。同样，只要是想到投资问题，我们就不妨温习一下本杰明·格林厄姆的至理名言。他认为：

当期收益对普通股市场价位的影响程度要大于长期平均收益。这一事实也是普通股价格波动剧烈的主要原因，这些价格往往（虽然并非一定）随年景的好坏所导致的收益变化而涨落不定。市场根据公司报告利润的暂时性变化而等幅调整其估值水平的做法，显然是极不理性的。

一家私营企业在繁荣的年景下，可以轻而易举赚取两倍于不景气年份的利润，而企业所有者绝不会想到相应增减其资本投资的价值。这也是华尔街行事方法与通行商业原则之间最重要的分歧之一。投机心理导致普通投资者在对待这个问题的态度上明显误入歧途，而这种错误就会给那些较理性的人创造获利机会：在收益暂时降低导致股价下跌时买进普通股，并在非正常繁荣推动的高价位上抛出。

显然，要做到逆势思维，进行反向投资，需要极其坚毅的勇气和力量，而要等待这种数年之后才能闪现一次的机会，则需要非凡的耐心。

而格林厄姆所说的当前收益，还有一种更简单的替代物——盈利能力。正如格林厄姆所言：

在投资理论中，盈利能力这一概念的明确性和重要地位不言而喻。它不仅是一定时期实际收益的综合性描述，也包含了排除未来异常特别情况之后的合理收益预期。盈利能力的考量期间必须跨越若干年份，这首先是因为，可重复的持续性市场表现注定比昙花一现的表现更具说服力，其次，较长时期的平均数据更有利于吸收并中和商业周期的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林厄姆建议，计算盈利能力（或者说平均盈利率）的时间区段“不应低于 5 年，最好是 10 年”。当然，很多对历史盈利率直接做移动平均处理的简单方法，显然忽略了成长性。但考虑到成长性预测早已经臭名远扬，因此，求取移动平均收益率也不啻为一个好办法。格林厄姆主张，分析师应“在预测未来收益及股利的时候……以某些历史平均值作为衡量未来的首选指标”。请注意，这段话说的并不是增长率，而是历史平均水平！

◇ 盈利能力法的实证依据

如此简单的方法难道真能提高价值投资策略的业绩吗？为此，我们采用 1985 年以来的全球成熟市场数据进行检验。而我们的结论则是斩钉截铁般的确定无疑。

图 31-2 归纳了我们的研究结论。该表显示了不同盈利计算期内的超额收益率（移动平均收益率）。按最简单的 1 年期动态市盈率，最便宜股票的年均收益率超过大盘约 2% ~3%。相比而言，最贵股票的年均收益率则逊于大盘 8%。因此，多空仓策略（long short strategy）[㊀]可以产生约 11% 的年均收益率。

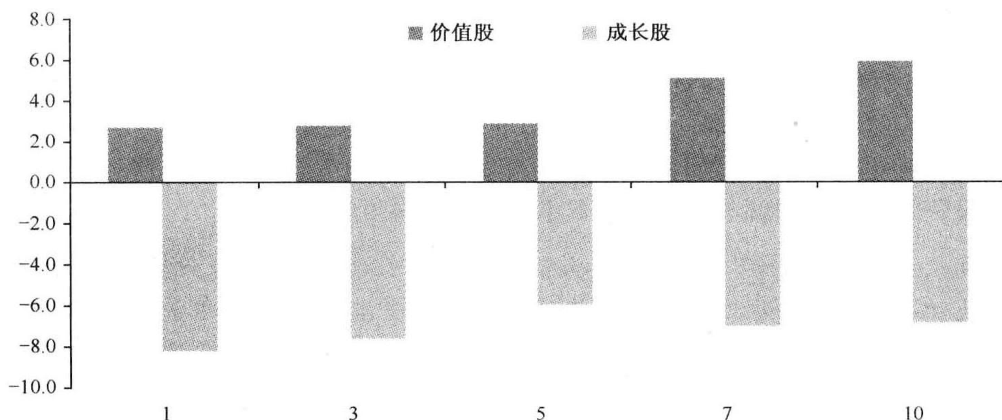


图 31-2 不同盈利计算期内的超额收益率（年均收益率,%）：1985 ~2008

资料来源：SG Global Strategy Research。

在我们采用 10 年期移动平均收益率计算市盈率（PE）中的“收益”（E）时，最便宜股票的年均收益率超过大盘 5% 以上。而最贵股票的年均收益率则落后大盘约 7%。因此，多空仓策略可以实现高达 13% 的年均收益率。

图 31-3 为 10 年期盈利率十等分位数对应的年均收益率。总体而言，各年均收益率在各区间的部分非常接近。由图可见，投资于拥有畸高“格林厄姆 & 多德市盈率”的股票，是多么糟糕的决策。这样的投资几乎赚不到任何钱！所以说，持有这样的股票，实际上仅仅就是为了持有股票而糟蹋钱财。

在探讨采用“格林厄姆 & 多德市盈率”提高价值筛选效能之前，我们再来谈谈最后一点体会。图 31-4 为采用“格林厄姆 & 多德市盈率”的单边做多投资策略在采样期间内的市场表现。我们可以看到，这种投资策略对价值投资者来说是多么的可怕。

㊀ 在买进一部分股票的同时，卖出另一部分股票，以达到控制总体风险的目的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

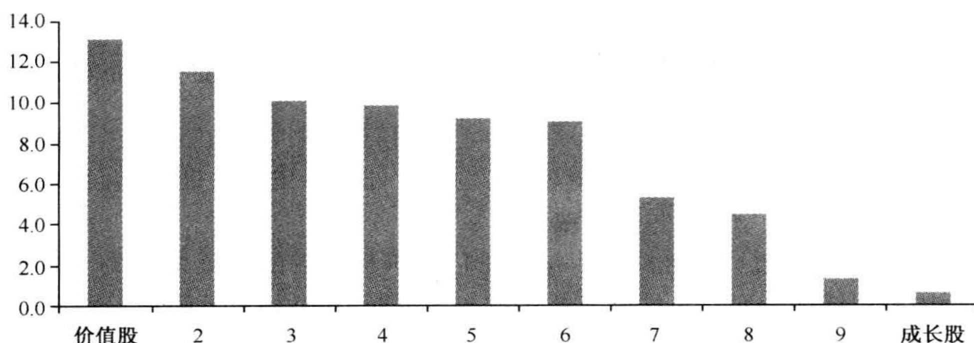


图 31-3 “格林厄姆 & 多德市盈率”十等分位点对应的年均收益率（年均收益率,%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

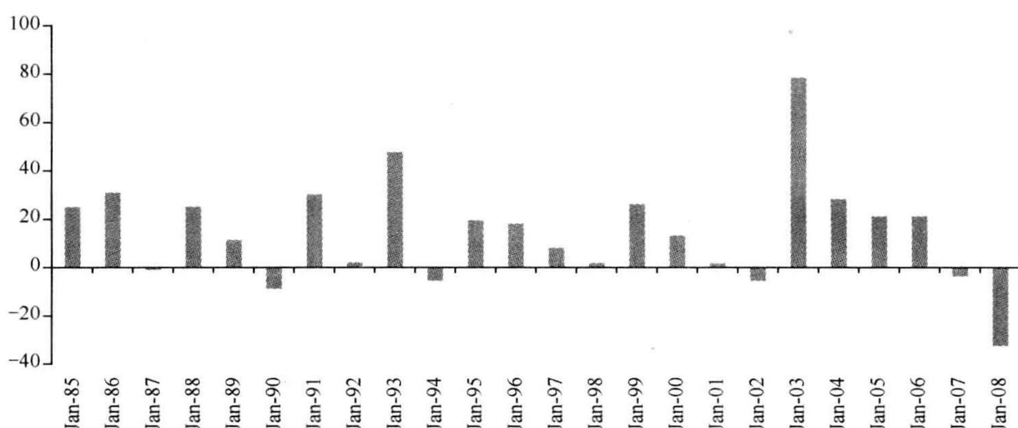


图 31-4 采用“格林厄姆 & 多德市盈率”的单边做多投资策略依时间的变动情况（收益率,%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

图 31-5 为 2009 年度，10 年期“格林厄姆 & 多德市盈率”十等分位点对应的回报率。图中显示出极为一致的做空趋势。无论是低价股票还是高价股票（抑或是两者之间的任何股票），在投资者的眼里，都是一视同仁的。

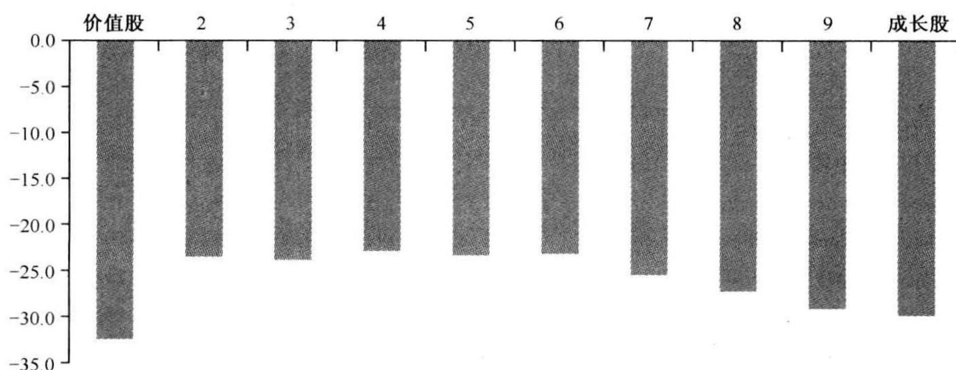


图 31-5 10 年期“格林厄姆 & 多德市盈率”十等分位点对应的回报率（%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇"格林厄姆 & 多德市盈率" 在我们选股策略中的运用

对周期性因素进行简单调整，似乎有助于我们的基本价值策略，尤其是对于做多策略。因此，在价值筛选中，剔除那些仅仅是因为处于历史收益最高点而形成的周期性因素，应该是一种非常有价值的方法。

表 31-2 是最新通过"格林厄姆"深度价值筛选标准的欧洲股票及美国股票名单。我们在表中专门增加一列"格林厄姆 & 多德市盈率"。正如格林厄姆和多德所言：

我们的基本观点是，对任何股票，采用的乘数[㊀]都必须设置一个适中的上限，以使得股票估值保持在谨慎的估价范围之内。我们建议，在买进普通股时，投资者支付的价格不应超过平均收益的 16 倍。

尽管这个原则在本质上说不可避免地具有随意性，但也并非完全如此。投资应以可论证的价值为先决条件，而典型普通股的价值，只能根据业已形成的指标——即平均盈利能力——加以证明。但如果说平均收益低于市场价格的 6%，我们很难相信这样的盈利性还能支持如此之高的价格。

如果同时采用我们的"格林厄姆 & 多德市盈率"标准筛选（收益率至少达到 AAA 级债券收益的 2 倍，股息率至少为 AAA 级债券收益的 2/3，债务总额不超过有形资产账面价值的 2/3），以及格林厄姆和多德建议的 16 倍长期市盈率上限，我们可以看到，在已经选定的股票中，哪些股票的盈利能力可能存在危机。

表 31-2 和表 31-3 反映了截至 10 月 10 日（星期五）的市场变动情况。我们是在一周之前进行这次筛选的，仅有两只美国股票符合我们的深度价值标准。但是到现在，则有 9 只股票符合要求，而且所有这 9 只股票的"格林厄姆 & 多德市盈率"均低于 16 倍。达标股票数量的增加，源于美国能源板块市场价格的大跌。

在欧洲市场，在经过这一周的时间之后，符合标准的股票数量从 34 只猛增至 52 只！在这 52 只股票中，31 只股票的"格林厄姆 & 多德市盈率"低于 16 倍。我已经在表中对它们做了突出标示。

表 31-2 通过"格林厄姆 & 多德市盈率"标准（标准 1、3 和 6）的标普 500 成分股

公司名称	收益率（%）	股息率（%）	G&D 10 年期 PE	市值/百万美元
阿施兰德石油公司（Ashland Inc.）	12.0	4.4	4.7	2988.1
美国嘉年华邮轮集团公司（Carnival Corp.）	10.5	4.9	13.8	35013.6
雪佛龙公司（Chevron Corp.）	15.2	3.9	13.8	195100.2
康菲石油公司（ConocoPhillips）	15.0	3.9	10.9	142502.2
道氏化学公司（Dow Chemical Co.）	12.3	6.7	11.4	37069.3
英格索兰（Ingersoll-Rand Co. Ltd）	12.3	3.6	10.1	15350.7
马拉松石油公司（Marathon Oil Corp.）	22.2	3.6	10.1	43210.6

㊀ 即市盈率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	收益率（%）	股息率（%）	G&D 10 年期 PE	市值/百万美元
诺可钢铁公司（Nucor Corp.）	16.1	7.9	14.6	17055.0
特索罗石油公司（Tesoro Corp.）	48.6	4.2	4.8	6537.0

资料来源：SG Global Strategy Research。

表 31-3 通过“格林厄姆 & 多德市盈率”标准（标准 1、3 和 6）的道琼斯 Stoxx 600 指数成分股

公司名称	收益率（%）	股息率（%）	G&D 10 年期 PE	市值/百万美元
西班牙阿赛里诺克斯集团（Acerinox S. A.）	12.3	3.6	11.7	6367.8
英美资源集团（Anglo American PLC）	14.2	4.0	11.2	82067.0
智利安托法加斯塔矿业集团（Antofagasta PLC）	22.6	7.2	12.3	14083.7
比利时贝卡尔特金属涂料公司（Bekaert S. A. N. V.）	10.0	3.6	18.5	2663.4
澳大利亚必和必拓公司（BHP Billiton PLC）	14.3	3.8	18.3	212730.6
瑞典博利登矿业与金属集团公司（Boliden AB）	56.7	16.9	NA	3437.4
英国石油公司（BP PLC）	14.4	6.0	10.9	230903.4
意大利宝宝格丽珠宝公司（Bulgari S. P. A.）	10.2	6.5	15.4	4179.8
英国巴宝莉时装公司（Burberry Group PLC）	10.1	3.9	NA	3865.2
美国嘉年华邮轮集团公司（Carnival PLC）	11.8	5.8	NA	34394.8
德国汉莎航空股份公司（Deutsche Lufthansa AG）	23.1	11.5	11.9	12160.4
意大利埃尼石油集团公司（ENI S. p. A.）	19.8	9.4	8.1	133727.6
爱立信（Ericsson Sh B）	15.2	5.6	15.4	37334.5
芬兰福特姆能源公司（Fortum Oyj）	10.7	8.3	21.3	39881.2
葡萄牙加尔普油气公司（Galp Energia SGPS S/A）	11.7	4.0	NA	22262.6
法国苏伊士燃气公司（GDF Suez S. A.）	10.3	5.2	NA	57362.9
瑞士乔治费舍尔股份公司（Georg Fischer AG）	23.2	10.0	8.7	2472.2
美国家悦采购（Home Retail Group PLC）	15.1	6.5	NA	4513.2
西班牙伊比利亚航空公司（Iberia Lineas Aereas de Espana S. A.）	27.7	13.6	5.7	4138.1
哈萨克斯坦金属集团（Kazakhmys PLC）	45.3	6.1	NA	12498.2
英国凯撒电气公司（Kesa Electricals PLC）	12.6	14.3	NA	2511.4
芬兰凯斯科零售公司（Kesko Oyj）	15.9	9.7	12.1	5383.6
芬兰科尼国际集团（Konecranes Oyj）	17.4	6.4	18.6	2014.0
荷兰皇家飞利浦电子公司（Koninklijke Philips Electronics N. V.）	26.9	4.4	8.4	45891.3
德国奥格斯堡—纽伦堡机械股份公司（MAN AG）	20.9	8.0	14.0	24505.2
芬兰内斯特石油公司（Neste Oil Oyj）	19.0	8.4	NA	9014.5
法国耐克森电缆公司（Nexans）	16.2	4.4	NA	3205.1
芬兰诺基亚公司（Nokia Corp.）	15.9	4.5	14.3	148896.8
芬兰诺基亚轮胎制造公司（Nokian Renkaat Oyj）	10.4	3.8	25.3	4342.9
德国北方精炼股份公司（Norddeutsche Affinerie AG）	21.6	5.2	14.9	1631.7
挪威海德鲁铜业公司（Norsk Hydro ASA）	26.1	5.4	9.2	17263.2
奥地利石油天然气公司（OMV AG）	23.3	5.5	9.9	24168.8
挪威联合集团（Orkla ASA）	18.7	5.1	9.4	19834.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	收益率（%）	股息率（%）	G&D 10 年期 PE	市值/百万美元
芬兰奥托昆普冶炼铜集团（Outokumpu Oyj）	44.1	15.0	5.7	5576.6
芬兰奥图泰矿物公司（Outotec Oyj）	13.5	6.9	NA	2305.4
意大利帕玛拉特乳品公司（Parmalat S. p. A.）	28.0	11.6	NA	6416.7
英国柿子住宅地产开发公司（Persimmon PLC）	37.4	13.9	4.7	4809.1
芬兰罗塔鲁基钢铁公司（Rautaruukki Oyj）	28.0	16.9	8.4	6004.3
里德爱思唯尔出版集团（Reed Elsevier N. V.）	16.0	5.6	18.1	15880.6
西班牙雷普索尔 YPF 石油公司（Repsol YPF S. A.）	16.2	6.2	9.3	43451.9
荷兰皇家壳牌有限公司（Royal Dutch Shell Class A）	21.9	6.2	8.3	260654.8
德国德国沙士基达公司（Salzgitter AG）	31.7	6.0	7.5	8409.9
瑞典斯堪斯卡建设公司（Skanska AB）	15.3	12.9	9.5	7898.5
瑞典 SKF 轴承制造公司（SKF AB）	14.0	6.9	16.2	7712.5
挪威国家石油公司（StatoilHydro ASA）	12.5	7.7	12.5	99064.4
瑞士苏尔寿设备公司（Sulzer AG）	10.9	3.7	26.6	4935.2
英国汤姆金斯公司工程公司（Tomkins PLC）	15.7	10.6	7.1	3151.8
法国道达尔石油天然气公司（Total S. A.）	17.6	6.2	10.3	186178.8
比利时优美科贵金属回收公司（Umicore S. A.）	32.5	4.1	12.9	5959.9
法国瓦卢勒克油气钢管制造公司（Vallourec S. A.）	18.3	6.8	19.2	14205.2
德国瓦克化学公司（Wacker Chemie AG）	11.9	4.2	15.3	14219.5
芬兰瓦锡兰有限公司（Wartsila Oyj）	12.3	19.1	11.6	7297.9

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十二章

逃亡之路与价值创造㊀

一旦投资者开始抽回资产，便会一发而不可收，而这将让他们失去某些真正难得一见的投资机遇。目前，BAA 级公司债券的收益率达到 20 世纪 30 年代以来的最高点——正如本杰明·格林厄姆说的那样，“应以萧条期作为评估债券的基础”。即便是在总体指标上，股票市场依旧为投资者提供了合理的价值空间。在微观层面上，大公司的股票价格反而很低。我的判断是不是为时过早呢？这一点几乎可以肯定。但就像杰里米·格兰瑟姆最近说的一样，“如果股票很有吸引力，而且你没有及时买进，然后机会随之而去，那么，你就不只是看着像个傻子了，而是一个地地道道的傻子”。

- “史无前例”已经成为当下最被滥用的一个词。但我们认为，市场波动的剧增既非史无前例，也非不可预测。波动性增强并不是什么黑天鹅，实际上，“市场先生”在最高点会丧失冷静，在最低点会失去耐心，而在此过程中，波动性始终如一。但波动性有一定的延续性。在“大萧条”时期，市场跌宕起伏，极度剧烈的波动一直持续到复苏期。
- 对于投资者来说，唯一值得安慰的就是，逃亡之路的终点便是投资的天堂——因为它造就了事实上的便宜资产。在深度价值投资机会的家族中，另一个来源就是固定收益领域。BAA 级公司债券的定价非常接近于 20 世纪 30 年代的情况——高级担保债券的市场价格更是仅有面值的 50% ~70%。
- 股票市场也为投资者提供了大量的投资机会。即使是在微观层面上，股票依旧富有吸引力。美国股票目前的“格林厄姆 & 多德市盈率”为 15 倍，1871 年以来的平均值为 18 倍。英国股票市场目前的“格林厄姆 & 多德市盈率”为 12 倍，1927 年以来的平均值为 16 倍。市场是否会继续走低呢？当然如此。但是从长期看，股票依旧是有吸引力的。
- 尽管“大萧条”已经成为历史，但了解市场如何走入低谷会对我们有所启发。与目前情况相比，20 世纪 30 年代的（报告）盈利率足足少了一半。当然，股票是对长期现金流的索取权，故而，其价值极少依赖于近期现金流（近期现金流对股票价值的贡献通常不足 10%）。因此，如果市场真像 20 世纪 30 年代一样，那么它或许可以为买进持有创造一个辉煌的时代。
- 从企业层面上看，投资机会甚至更具吸引力。在欧洲和英国，近 1/10 的股票符合我们的升级版“本杰明·格林厄姆”选股标准。在日本和亚洲，1/5 的股票可以通过

㊀ 本文首次刊登于 2008 年 11 月 25 日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的筛选。在标普500的成分股中，15只股票蕴涵着深度价值投资机会（完整的清单见表32-2至表32-6）。有人曾认为，价值股在"大萧条"时期表现拙劣。但数据显示，它们与其他股票并无上下，既不好也不差，但最终的反弹速度却更快。

- 在这里，或许有必要再介绍一番已故投资大师鲍勃·科比（Bob Kirby）的"咖啡罐式组合"策略——买进股票之后，便可以心满意足地把它们抛之脑后。当然，这种方法需要较长的时间跨度。遗憾的是，见利即动，在各个时间段内赚取利润的动机，再加上当代风险管理体系的极度疯狂，极大地限制了投资者抓住这些机会的能力。

我们似乎义无反顾地走在抽回投资的不归路上㊀，而这条路的终点，便是让投资者抽回一切资产，而这个阶段的基本特征就是低廉的资产价格（这恰恰是我心目中的投资天堂）。在这种环境下，我的生存策略就是实现哑铃形均衡：一端是"市场先生"在低迷期提供的深度价值，另一端则是现金。而这种策略的核心目标就是，在每次发现有吸引力的投资机会时，通过连杆，把哑铃一端的现金缓慢输入代表深度价值的另一端。最近，我又为哑铃策略补充了一些廉价通胀保险手段——通货膨胀保值债券（TIPS）和黄金。根据以往的经历，我认为有必要重提这些要素。

◇ 波动性——既非史无前例，也非不可预测

"史无前例"已经成为当下最被滥用的一个词。但是，最近市场波动性的激增既非史无前例，也非不可预测。如图32-1所示，波动性一直保持着较高水平。波动性增强绝非什么"黑天鹅"事件㊁，相反，它们完全是可以预测的——价格极低的股票市场，按照极度乐观的假设预期，自然会造就极度不稳定的市场。实际上，"市场先生"在最高点会丧失冷静，在最低点会失去耐心，而在此过程中，波动性始终如一。

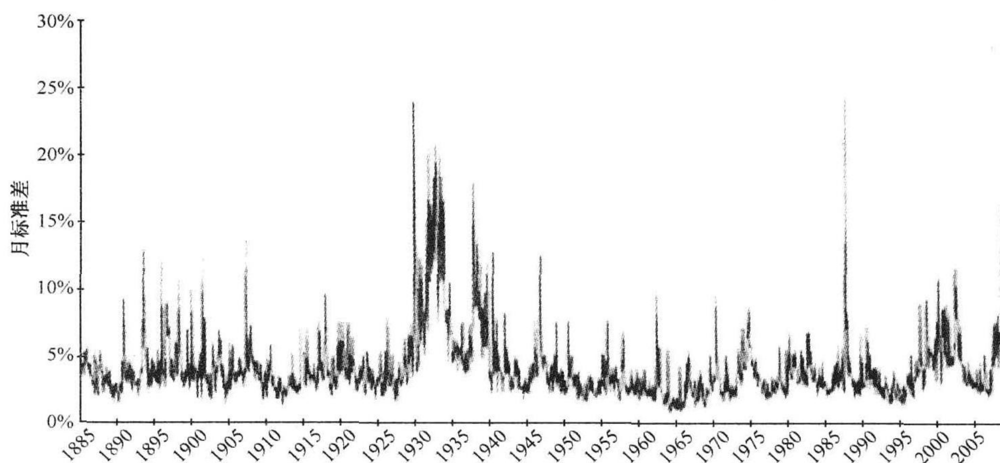


图32-1 波动性——是否会长此以往？

资料来源：Schwert，SG Global Strategy Research。

㊀ revulsion，这也是去泡沫过程的最终阶段，也译作"剧变"阶段。——译者注
㊁ 即难以预测的事件。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样值得注意的是，按历史数据，波动性有一定的延续性。也就是说，高波动性往往带来更高的波动性。在“大萧条”时期，市场跌宕起伏，极度剧烈的波动性一直持续到复苏期。我最好的朋友和同事、兴业银行首席分析师阿尔伯特·爱德华兹（Albert Edwards）认为，目前的市场状况丝毫不比“大萧条”时期好多少！他最近曾撰文写道，“很多人不愿意将大跌与‘大萧条’相比，我并不反对。但即将到来的大跌也并没有想象的那么糟糕”（见 2008 年 11 月 5 日《*Global Strategy Weekly*》）。那些试图寻找波动性迅速降低的人，很可能会倍感失望。

◇ 价值源泉之一：债券市场

我认为，好消息就是波动性越强，市场走势越低，它们所创造的价值投资空间就越宽广。最近，公司债券和不良债务市场正在成为深度价值机会的另一个主要来源。一些远比我对这个领域更专业的朋友告诉我，高级担保债券的市场价格更是仅有面值的 50% ~70%。由于这些债券代表的权利在企业破产时具有最高等级的优先求偿权，因此，按面值收回的可能性极大。

公司债券定价似乎与 20 世纪 30 年代的情况如出一辙。BAA 级公司债券与美国国库券的利差达到“大萧条”以来的最高点。目前的利差为 550 点（5.5%），而“大萧条”时期的利差则超过 700 点。这样的利差水平与本杰明·格林厄姆的建议不谋而合：“应以萧条期作为评估债券的基础”（见图 32-2）。

目前的利差水平表明，在公司债券市场的定价中，反映了自“大萧条”以来最高的违约率——这与阿尔伯特的上述观点完全一致（见图 32-3）。

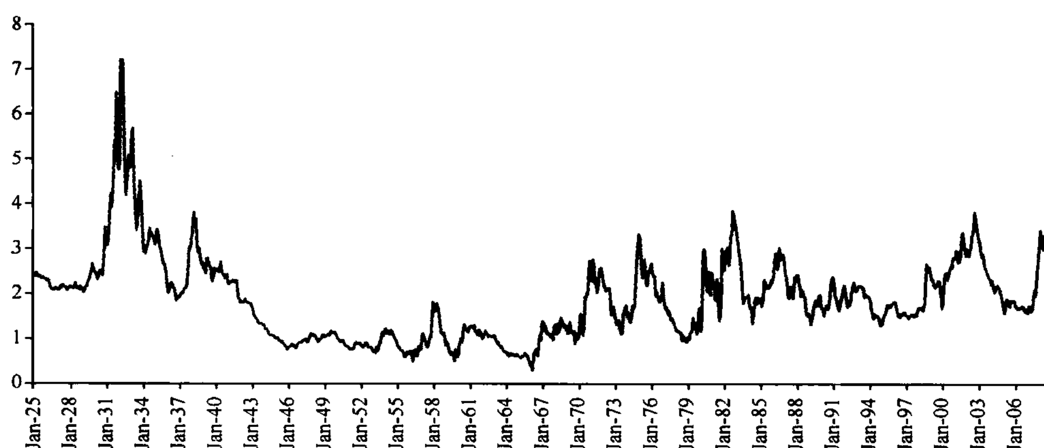


图 32-2 BAA 公司债与国库券的利差

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

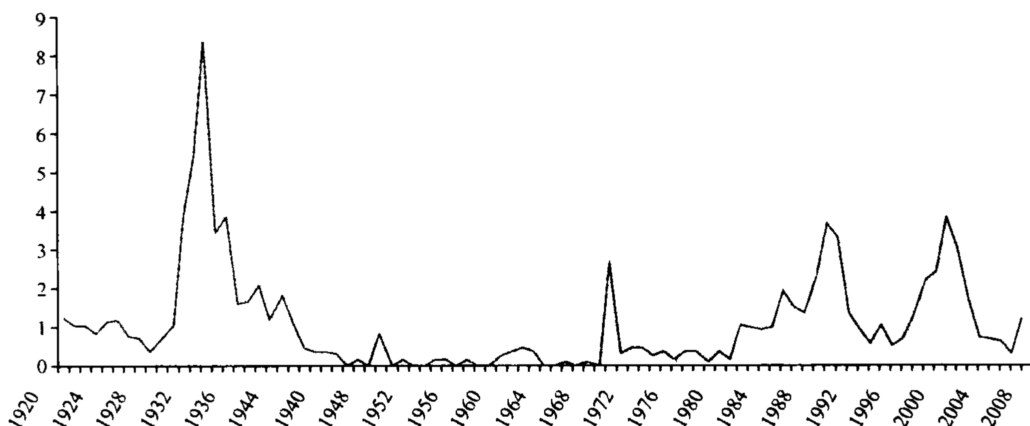


图 32-3 各信用等级债券的违约率（%）

资料来源：Moody's。

◇ 价值源泉之二：股票市场

了解我的读者都知道，我喜欢用“格林厄姆 & 多德市盈率”（当前市价与以往 10 年移动平均收益之比）之类的周期调整后估值指标看待股票价格。图 32-4 显示了美国股市的长期走势。该图表明，市场调整的速度令人窒息。

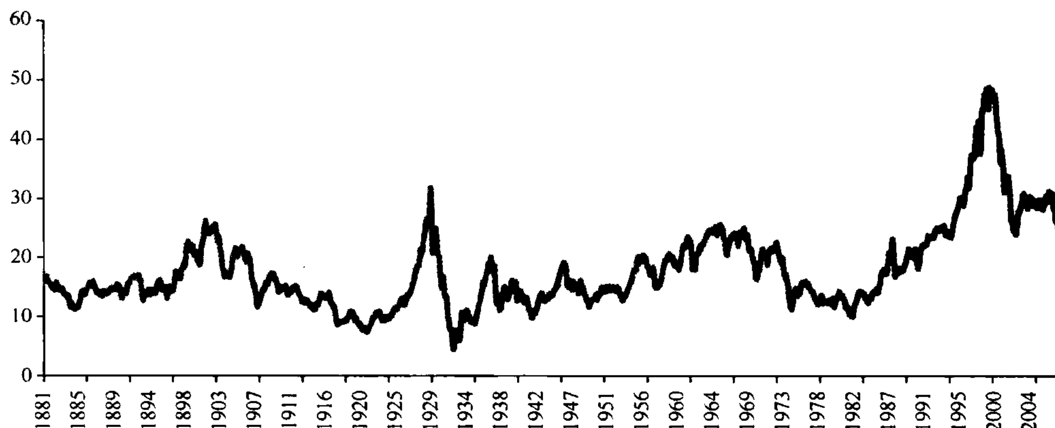


图 32-4 标普 500 指数的“格林厄姆 & 多德市盈率”

资料来源：SG Global Strategy Research。

标普 500 指数目前的“格林厄姆 & 多德市盈率”为 15.4 倍。而 1881 年以来包括泡沫年份在内的平均值则是 18 倍，但如果剔除这些泡沫年份，“格林厄姆 & 多德市盈率”则下降为 16 倍。因此，即使是从总体上看，目前的美股明显属于低价股。我不敢肯定以前是不是也说过这样的话。

我一直强调，估值对短期回报而言并没有什么意义。但它却是决定长期回报的基本要素。图 32-5 为 10 年期真实平均收益率与“格林厄姆 & 多德市盈率”的对应关系。目前市场估值水平处于第三列——略高于平均收益率，但显然尚未进入真正便宜货的范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

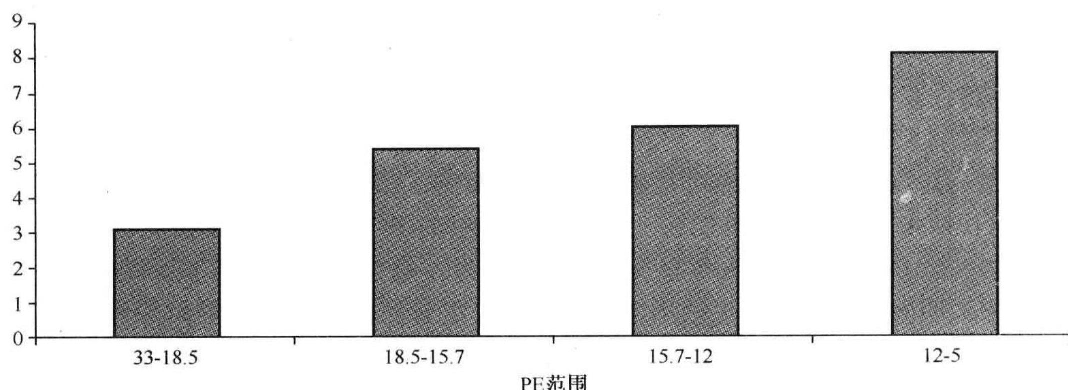


图 32-5 10 年期真实平均收益率与“格林厄姆 & 多德市盈率”的对应关系

资料来源：SG Global Strategy Research。

当然，这并不是说，市场不会进一步下跌。在这个问题上，我们有必要牢记牛顿的一句话，“我能预测天体的运动，但却无法预测人类的疯狂”。图 32-5 表明，目前市场的价格水平依旧超过廉价的标准线。总体而言，该指标为 10 倍左右通常会导致投资者出现厌恶资产、抽回资本现象，按照这个标准，如果每股的 10 年期平均收益为 52 美元，S&P500 指数应在 500 左右！

如果说要找出真正的萧条期，我们会发现，在过去的 130 年里，我们经历的市场绝对最低水平对应的“格林厄姆 & 多德市盈率”仅为 5 倍（出现在“大萧条”期的市场最低点）。这相当于 S&P500 下跌至仅有 260 点！这绝不是预测，我相信，今天依旧会有很多职业投资者在寻找这样千载难逢的机会，但实际上，股票市场再度回到如此荒唐的水平几乎已经不可能了（不过永远不要说不会发生这样的事）！

要体会一下让市场回到如此令人难以置信的低水平会有多么糟糕，我们不妨看看图 32-6。该图显示了 S&P500 自 1997 年以来的每股盈利情况。在代表目前市场数据的终点，我们假设市场按“大萧条”时期的趋势进行延伸。

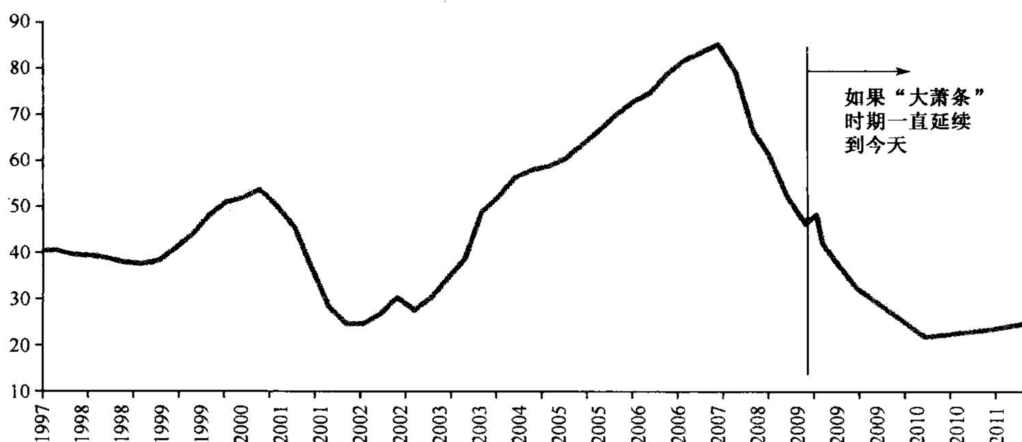


图 32-6 S&P500 的收益率——如果历史可以重来……

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 2007 年市场达到最高峰以来，公开披露的每股收益实际上已经减半（主要归因于金融业的巨额资产注销）。如果这种情况是从 20 世纪 30 年代开始的话，我们将会看到，市场将在现有水平基础上再减一半！市场如此这般变动，注定会刺激那些鼠目寸光的投资者陷入恐慌。

当然，这样的市场趋势绝对是将非理性发挥到了极限。股票是一种长期性资产，因而是对长期未来现金流的求偿权。任何一种简单的 DCF（贴现现金流）计算均可以反映出这一点（我已经在第五章里提到过，我最近一直在对 DCF 计算口诛笔伐，因此，用 DCF 来说明问题对我来说显然不常见。不过，尽管实践中的诸多障碍导致我一直反对采用 DCF 法，但它们的确有助于揭示股权投资的长期性本质）。为此，我构建了一个非常简单的股息贴现模型（Dividend Discount Model，DDM），用以模拟 S&P500 指数的总体变动趋势。

图 32-7 显示了前 3 年、随后 5 年以及长期时间段对总价值的贡献率。前 3 年对总价值的贡献率仅有 10%；随后 5 年的重要性略微提高，对总价值的贡献率提升至 15%；但长期投资的价值创造效应显然要大得多，对总价值的贡献率达到了 75%。

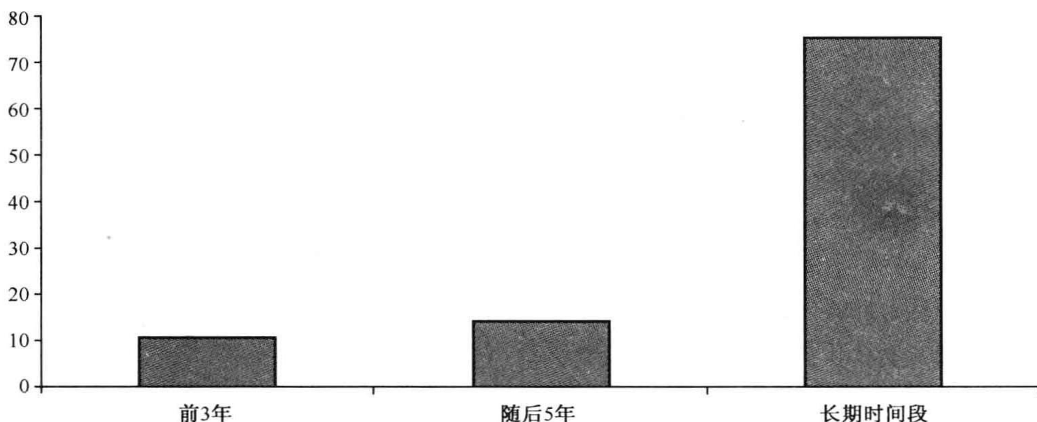


图 32-7 价值贡献率——S&P500 指数的 DDM 模型

资料来源：SG Global Strategy Research。

这个简单的测试足以表明，尽管投资在最初几年内收益减半，但它对长期投资者的意义相当有限。遗憾的是，在当今市场上，如此显而易见的结论却变得越来越不为人接受。

图 32-8 是我最喜爱的分析手段之一：它显示了纽约证交所上市股票的平均持有期。我一直感到疑惑不解的是，短期投资者居然是如此的鼠目寸光。平均持有其竟然只有短短的 7 个月！和当今的投资者相比，我绝对可以说，我 3 岁的外甥女志向高远。市场似乎已经患上了严重的注意力不足过动症。

当然，美国股市也不是市场上唯一的股票市场。其他一些成熟市场甚至比美国市场更具投资潜力。比如，如果按"格林厄姆 & 多德市盈率"衡量，英国股票市场的市盈率为 12 倍（欧洲本土市场的市盈率基本与此相同）。因此，它们可以为投资者提供更有利的价值支持，因而更具长期投资潜力（见图 32-9）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

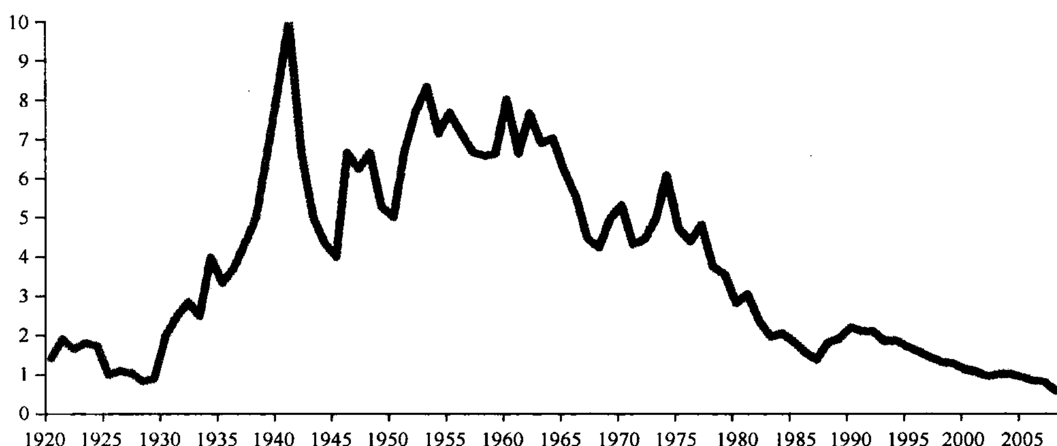


图 32-8 纽约证交所上市股票的平均持有期

资料来源：SG Global Strategy Research。

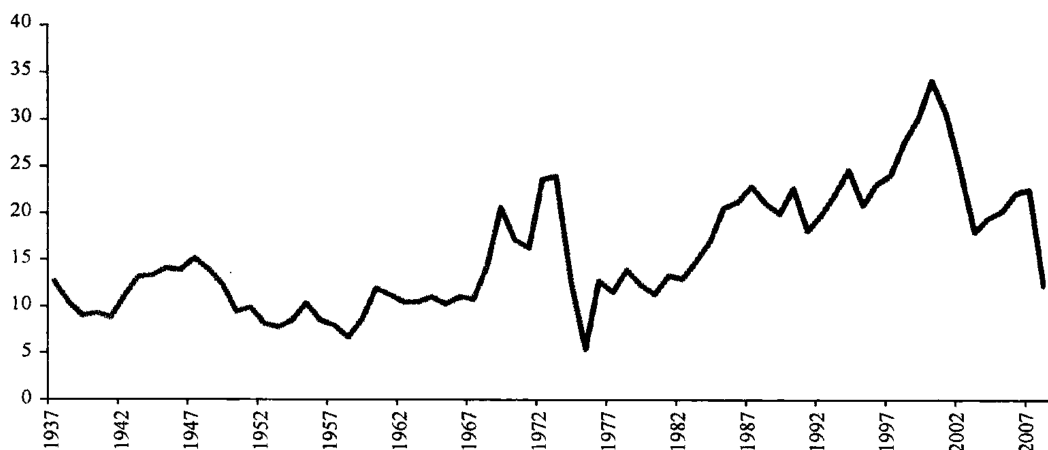


图 32-9 英国股票市场的“格林厄姆 & 多德市盈率”

资料来源：SG Global Strategy Research。

自下而上看问题

尽管讨论市场大盘的估值可能很有趣，但是从市场细部着眼往往更有借鉴意义。原因很简单，如同塞斯·卡拉曼在为格林厄姆和多德的《证券分析》（第 6 版）所写的序言中指出，价值投资者“并不要求整个市场都充斥着便宜货，只要有 20 只或是 25 只不相关的证券便足矣”。

就像我以前多次提过的那样，我评估自下而上式分析法的方式，就是本杰明·格林厄姆临终前提出的选股标准。真正的价值投资机会必须要满足如下标准：

1. 动态收益率不低于 AAA 级公司债券平均收益率的两倍；
2. 市盈率不低于最近 5 年最高平均市盈率的 40%；
3. 股息率不低于 AAA 级公司债券平均收益率的 2/3；
4. 价格不高于有形资产账面价值的 2/3；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 价格不高于净流动资产账面价值的2/3；
6. 债务总额小于有形资产账面价值的2/3；
7. 流动比率不低于2；
8. 债务总额不超过流动资产净值的2倍；
9. 10年期年均复合收益增长率不低于7%；
10. 最近10年中，利润下降超过5%的年份不超过两年。

由于这些标准较为苛刻，因此，在大盘股范围内，难以找到符合所有这些标准的股票并不稀奇。从估值角度看，格林厄姆最偏爱的标准就是价格不高于净流动资产账面价值的2/3（即本书第二十二章提到的“净营运资本”）。但是按这个标准，我们几乎找不到任何具有价值潜力的大盘股。

如果无法采用“净营运资本”的话，格林厄姆建议采用标准1、3和6。这三个标准的综合目标就是确保股票价格低廉、对股东的现金返还能力以及无债务负担（这一点在当前市场环境下极为重要）。

如第三十一章所述，我在格林厄姆的标准上又额外添加了一个新标准。我要求的“格林厄姆 & 多德市盈率”必须低于16倍——以此来剔除那些因周期内暂时性高盈利形成虚幻价值的股票。

表32-1为特定市场板块中符合各项标准的股票百分比。目前，在美国市场上，我们可以找到15只符合标准1、3和6且“格林厄姆 & 多德市盈率”低于16倍的股票。在欧洲和英国，近1/10的股票符合我们的升级版“本杰明·格林厄姆”选股标准。而日本和亚洲市场的这一比例则达到了1/5！这显然是价值投资者的天堂（符合这四项标准的股票名称见本报告结尾——表32-2和表32-3）。

表32-1 通过本杰明·格林厄姆选股标准的股票百分比（%）

标准	美国	欧洲	英国	日本	亚洲
动态收益率 >（2 * AAA级公司债券平均收益率）	48	53	53	78	63
PE <40% * 最高平均市盈率	9	10	17	5	12
股息率≥2/3 * AAA级公司债券平均收益率	39	67	65	83	61
价格 <2/3 * 有形资产账面价值	3	6	11	20	19
价格 <2/3 * 有形资产账面价值	1	0	3	0	0
债务总额 <2/3 * 有形资产账面价值	38	39	43	69	73
流动比率 >2	28	15	21	24	27
债务总额≤2 * 有形资产账面价值	20	17	25	36	27
10年期年均复合收益增长率≥7%	69	67	49	68	78
最近10年利润下降幅度超过 -5%的年份不超过两年	5	8	15	6	11
符合标准1、3及6	4	14	12	47	33
同时符合标准1、3、6且G&DPE <16	4	9	8	20	17

资料来源：Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 32-2 符合标准 1、3 及 6 且 G&D PE <16 倍的 S&P500 成分股

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Allegheny Technologies Inc.	47. 6	3. 7	8. 7	8777. 1
Carnival Corp.	19. 6	10. 7	7. 4	35013. 6
Chevron Corp.	13. 6	3. 9	15. 4	195100. 2
ConocoPhillips	17. 3	4. 5	9. 4	142502. 2
Cummins Inc.	20. 8	3. 4	14. 1	12877. 1
Dow Chemical Co.	18. 0	9. 8	7. 7	37069. 3
Gap Inc.	11. 0	3. 5	10. 3	15619. 5
Illinois Tool Works Inc.	11. 3	4. 1	14. 6	28381. 4
Ingersoll-Rand Co. Ltd	20. 6	6. 0	6. 0	15350. 7
KLA-Tencor Corp.	15. 9	3. 8	10. 6	9216. 1
Marathon Oil Corp.	29. 0	4. 9	7. 7	43210. 6
Molex Inc.	10. 6	3. 5	12. 2	5024. 5
Nucor Corp.	19. 4	9. 6	12. 1	17055. 0
Tesoro Corp.	59. 7	5. 9	3. 9	6537. 0
Valero Energy Corp.	54. 9	4. 1	4. 6	37582. 3

资料来源：SG Global Strategy Research。

表 32-3 符合标准 1、3 及 6 且 G&D PE <16 倍的道琼斯 Stoxx 600 成分股

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Acerinox S. A.	12. 4	3. 6	11. 6	6367. 8
Anglo American PLC	19. 1	5. 4	8. 3	82067. 0
Antofagasta PLC	21. 9	6. 9	12. 7	14083. 7
Bekaert S. A. N. V.	16. 8	6. 1	11. 0	2663. 4
BHP Billiton PLC	18. 2	4. 9	14. 5	212730. 6
BP PLC	11. 7	4. 9	13. 4	230903. 4
Bulgari S. P. A.	10. 5	6. 7	15. 0	4179. 8
Charter International PLC	36. 4	5. 3	7. 3	2619. 6
Deutsche Lufthansa AG	27. 8	13. 8	9. 9	12160. 4
ENI S. p. A.	16. 4	7. 8	9. 9	133727. 6
Eramet S. A.	22. 4	5. 9	14. 9	13062. 3
Georg Fischer AG	30. 1	13. 0	6. 7	2472. 2
Iberia Lineas Aereas de Espana S. A.	20. 1	9. 9	7. 8	4138. 1
Kesko Oyj	14. 7	8. 9	13. 1	5383. 6
Konecranes Oyj	21. 5	7. 9	15. 0	2014. 0
Koninklijke DSM N. V.	13. 8	7. 0	5. 7	7877. 0
Koninklijke Philips Electronics N. V.	33. 9	5. 6	6. 6	45891. 3
MAN AG	28. 8	11. 0	10. 2	24505. 2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Modern Times Group MTG AB	16.1	4.0	15.2	4669.9
Nokia Corp.	17.8	5.1	12.8	148896.8
Nokian Renkaat Oyj	16.6	6.0	15.9	4342.9
Norddeutsche Affinerie AG	24.9	6.0	12.9	1631.7
Norsk Hydro ASA	33.6	7.0	7.1	17263.2
OMV AG	30.2	7.1	7.6	24168.8
Orkla ASA	22.7	6.2	7.7	19834.1
Outokumpu Oyj	54.2	18.5	4.6	5576.6
Persimmon PLC	61.0	22.7	2.9	4809.1
Rautaruukki Oyj	33.4	20.2	7.1	6004.3
Repsol YPF S. A.	19.2	7.4	7.8	43451.9
Royal Dutch Shell Class A	20.4	5.8	8.9	260654.8
Salzgitter AG	39.7	7.5	6.0	8409.9
Skanska AB	17.2	14.5	8.4	7898.5
SKF AB	16.6	8.3	13.7	7712.5
StatoilHydro ASA	13.5	8.3	11.5	99064.4
Swatch Group AG	15.3	3.5	11.7	16151.1
Tomkins PLC	21.9	14.7	5.1	3151.8
Total S. A.	15.6	5.5	11.6	186178.8
Umicore S. A.	50.7	6.3	8.3	5959.9
Vallourec S. A.	26.5	9.8	13.3	14205.2
Wacker Chemie AG	13.2	4.7	13.8	14219.5
Wartsila Oyj	15.5	24.0	9.3	7297.9

资料来源：SG Global Strategy Research。

在探讨下一个问题之前，还有一个问题需要说明。2009 年出现的市场抛售在本质上并没有什么特别之处。这就让选股者很难找到价值增值的空间。比如，如图 32-10 所示，至 2009 年 2 月 2 日为止，美国和欧洲近 98% 的股票均报出负收益。日本出现负收益的股票数量仅仅略好一点，为 92%！再看看至 2009 年 2 月 2 日为止股价下跌幅度超过 40% 的股票数量，我们依旧可以发现，这三个市场的此类股票比例均在 60% ~70% 之间。在正常年份，仅有 30% 左右的股票表现为负收益，20% 左右的股票价格跌幅超过 10%。这表明，我们的这一发现在本质上极不寻常。

图 32-11 为进一步说明此次抛盘实属正常提供了证据。该图为 2009 年度到 2009 年 2 月 2 日为止，“格林厄姆 & 多德市盈率”十等分点对应股票的投资业绩情况。价值股的境遇最为悲惨——2009 年到 2009 年 2 月 2 日为止，跌幅约为 56%。相比之下，最高价股票的跌幅则只有 48%。此类抛盘通常意味着市场上存在被迫卖家（可能是某些高负债投资者被迫清仓偿还到期债务）。这类卖家毕竟是不考虑卖价的，因而为他们考量期更长的投资者创造了机会（这又回到持有期问题）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

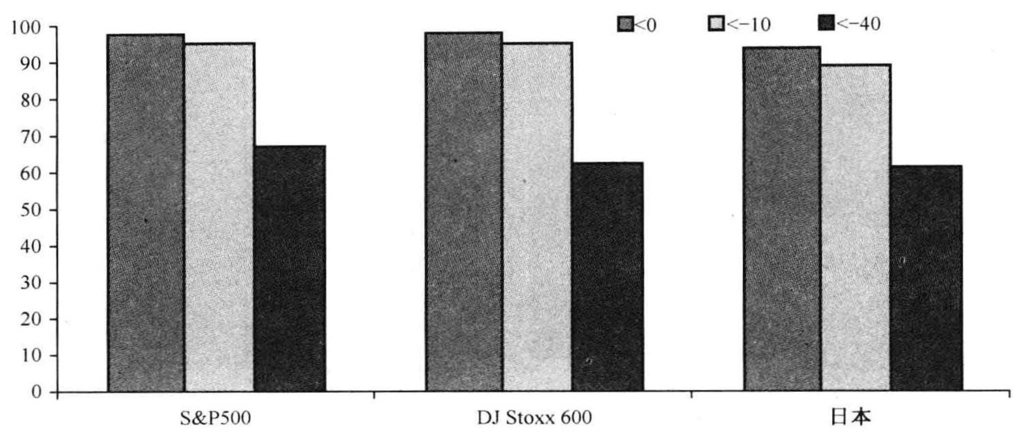


图 32-10 至 2009 年 2 月 2 日为止，负收益股票所占的比例（%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

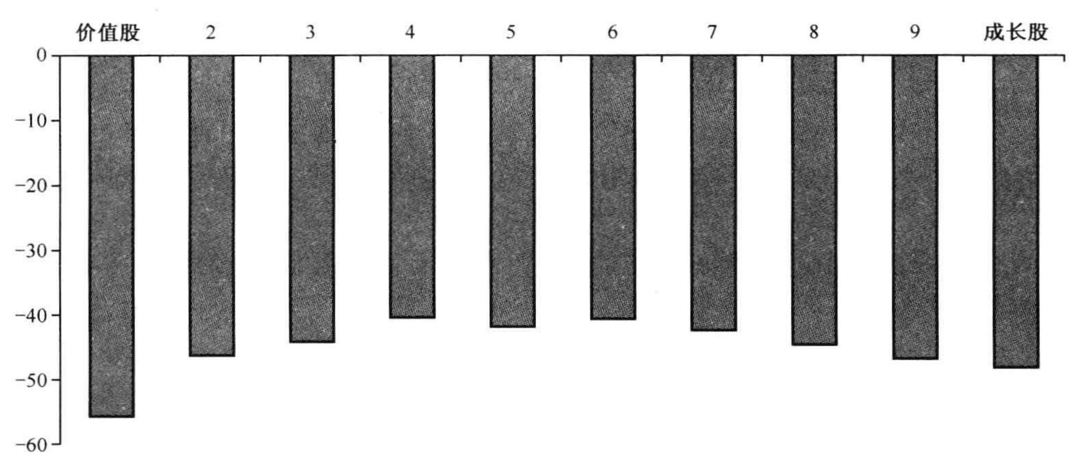


图 32-11 “格林厄姆 & 多德市盈率”十等分点对应股票的投资业绩

资料来源：SG Global Strategy Research。

我最经常犯的一个错误认识就是，在“大萧条”时期，价值投资策略比其他投资风格或者说市场大盘更容易遭受损失。但图 32-12 却告诉我们，这是一种悖论。

该图显示了从 1929 年最高峰到 1932 年最谷底的股价年均下跌幅度。显然，与成长股或整个市场大盘相比，价值股的表现并没有什么差别，既不好，也不差。尽管我并没有明确地说，价值投资是“大萧条”时期最出色的绝对收益策略（absolute return strategy）[⊖]，但我们至少可以否定价值投资在“大萧条”时期逊色于其他股权投资形式的谬论。因此，“大萧条”时期同样是正常的熊市，与我们今天面对的熊市并没有本质性区别。

⊖ 不管市场如何，均能实现收益。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

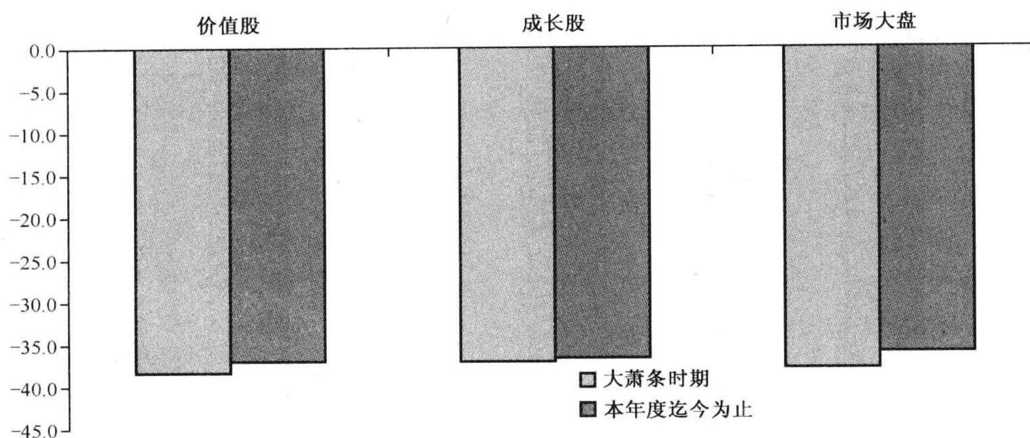


图 32-12 绝对收益率（年均收益率,%）1929 年最高峰到 1932 年最谷底

资料来源：SG Global Strategy Research。

◇ 价值源泉之三：廉价保险

在我的当今环境生存之道中，第三个要素就是寻找廉价保险。我曾提过，通胀和通缩之争一直让我感到精疲力竭。阿尔伯特和我一直在警告，当前消费不畅可能会刺激通货紧缩政策的盛行。

不过，尽管我们两个人都不会相信，美联储会心甘情愿地用这种投机方式糟蹋自己的资产负债表，也不认为他们会采取大手笔的通胀政策，但这其中肯定隐含着风险。

因此，我一直在寻找能帮助自己规避通货膨胀的廉价保险。其中最明显的保值工具自然就是与市场指数相联系的政府债券。最近，这些金融工具的收益率均出现大幅度上涨——在短期投资者追逐流动性的同时，为耐心的长期投资者创造出千载难逢的机遇。同样需要提及的是，真实收益率的增长（见图 32-13）并不是美国股市独有的现象（只不过美国股市的收益率增长最明显，收益率也最高）。

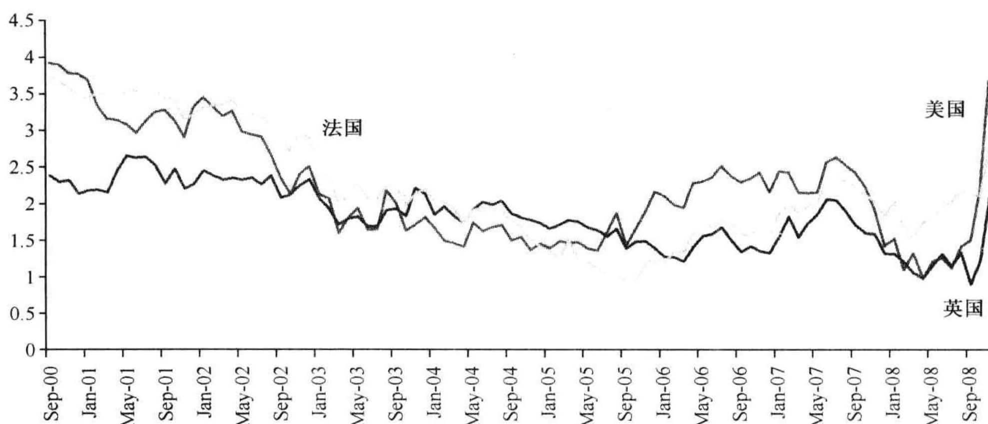


图 32-13 真实收益率（%）

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 结论——“咖啡罐式组合”的回报

逃亡之路往往能为投资者奉献出极具吸引力的机会。这样的环境或许能以诸多方式为我们提供千载难逢的投资机会，比如公司债券市场。

总体上，股票市场的价位处于低水平状况，尽管不是最低点，但绝对可以说非常便宜。对于那些专注于长期收益的投资者来说，股票显然是颇具吸引力的一种资产类别。而从市场的微观层面看，股票市场依旧不乏绝佳的投资机会，对于那些甘于忍耐寂寞的投资者，他们完全可以用非常划算的价格买进非常有潜力的股票，至少他们可以改变初衷，出手入市。但是，希望在所有时间段上都能赚钱的习惯，却阻碍了投资者的这种把握机会的能力，让他们看着机会从眼前流失。投资者更看中短期收益，而对出现在眼前的长期机会视而不见。

在即将完成本章的时候，我的朋友克里斯蒂安（我在此要对他表示感谢）把前资本集团（Capital Group）董事长吉姆·富勒顿（Jim Fullerton）在1974年发布的一篇演说稿送给我。文章在结尾处引用了迪恩·维特（Dean Witter，添惠公司创始人）在1932年5月的讲话，我觉得用这句话诠释这个问题再恰当不过了：“有些人说，他们想继续等下去，以便于更清楚地看到未来。但是，当未来愈加逼近、愈加清晰的时候，今天的便宜货早已经不见了。是不是每个人都认为，只要能重拾信心，今天的价格依旧会成为市场的主流呢？”

在这里，或许有必要再介绍一番已故投资大师鲍勃·科比（Bob Kirby）的“咖啡罐式组合”策略——投资者只需要买进股票，然后就把它们束之高阁，把它们抛之脑后。他把这种方法称为“消极的积极”。科比认为：

> 我觉得这个想法不会在投资经理中间流行起来，因为一旦被广泛采用，它就会彻底改变我们这个行业的构架，让更多的基金经理无法继续通过资金管理这个行当过上富庶华贵的生活。
>
> “咖啡罐组合”这个概念最早可以追溯到“西部拓荒”时代。当时，人们把值钱的财物放在咖啡罐里，再把咖啡罐放在床垫下面。这个咖啡罐不需要任何交易成本、管理费用或其他成本。这个策略的成功完全依赖于最初的判断和预测，也就是说，他们最初选择放在这个咖啡罐的财物是什么。
>
> 如果不采用这样的手段，一个优秀的基金经理会获得什么结果呢？这个问题的答案又引出了另一个问题。我们到底是交易者，还是名副其实的投资者？大多数优秀基金经理在本质上就是投资者。但五花八门的信息服务和能量无穷的计算机，却让媒体的投资市场跌宕起伏，变幻莫测，更让他们变得像交易商一样多变好动。他们首先要在最有希望的行业里，寻找最有吸引力的公司；然后，他们便开始依据各种各样的信息和谣言，每年交易两三次这些股票。

这似乎就是我们开始填满咖啡罐的最佳时机。

不过这好像还不够，此时，“市场先生”还为我们提供了额外的机会：以极低的成本保护自己的财产免受通货膨胀的肆虐。凭借这些机会，我绝不会越雷池一步，也从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未对市场作出过分乐观的预期！我的判断是不是为时过早呢？这一点几乎可以肯定。但是，如果我能用长期的观点发现回报可观的资产，那么对他们视而不见显然是不可理喻的做法。就像杰里米·格兰瑟姆在第三季度推荐信中说的那样，“如果股票很有吸引力，而且你没有及时买进，然后机会随之而去，那么，你就不只是看着像个傻子了，而是一个地地道道的傻子”。

表 32-4　符合标准 1、3 及 6 且 G&D PE <16 倍的道琼斯 Stoxx 600 成分股

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
AGA Rangemaster Group PLC	28.5	16.9	3.6	819.0
Anglo American PLC	19.1	5.4	8.3	82 067.0
Anglo Pacific Group PLC	27.9	7.1	13.6	375.1
Antofagasta PLC	21.9	6.9	12.7	14 083.7
BHP Billiton PLC	18.2	4.9	14.5	212 730.6
Bovis Homes Group PLC	24.0	11.6	5.0	1 479.2
BP PLC	11.7	4.9	13.4	230 903.4
Braemar Shipping Services PLC	19.6	9.2	11.5	184.0
Castings PLC	17.3	6.3	9.0	244.6
Charter International PLC	36.4	5.3	7.3	2 619.6
Computacenter PLC	23.7	10.3	3.3	597.9
Diploma PLC	10.5	6.7	12.1	310.8
Domino Printing Sciences PLC	12.5	6.1	12.9	758.7
Greggs PLC	11.2	4.6	14.0	990.7
Headlam Group PLC	19.5	12.2	10.7	718.0
Hornby PLC	15.2	8.0	11.0	141.1
JD Sports Fashion PLC	20.9	3.6	12.7	340.6
Kier Group PLC	17.1	4.8	9.1	699.9
Millennium & Copthorne Hotels PLC	29.0	7.2	7.0	2 400.7
Morgan Sindall PLC	20.1	8.2	10.1	889.2
Persimmon PLC	61.0	22.7	2.9	4 809.1
PZ Cussons PLC	10.9	4.6	14.3	1 634.2
Royal Dutch Shell（CLB）	16.8	4.8	11.5	257 534.8
St Ives PLC	22.3	24.2	3.2	341.4
T. Clarke PLC	12.7	10.6	7.0	137.9
Ted Baker PLC	12.3	5.6	13.1	400.5
Tomkins PLC	21.9	14.7	5.1	3 151.8

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 32-5 符合标准 1、3 及 6 且 G&D PE < 16 倍的 MSCI 日本成分股

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Advantest Corp.	8. 4	4. 6	10. 3	4629. 3
Aisin Seiki Co. Ltd	25. 5	4. 7	9. 2	10490. 6
Alps Electric Co. Ltd	6. 1	5. 0	8. 3	1761. 7
Asahi Glass Co. Ltd	13. 0	3. 5	14. 3	15726. 9
Bridgestone Corp.	10. 4	1. 6	15. 2	13869. 0
Brother Industries Ltd	17. 2	3. 8	10. 8	2827. 9
Canon Inc.	14. 5	4. 2	13. 1	58623. 6
Citizen Holdings Co. Ltd	8. 3	3. 5	15. 5	2931. 1
Dai Nippon Printing Co. Ltd	7. 1	3. 8	16. 1	10510. 3
Daihatsu Motor Co. Ltd	10. 6	2. 2	16. 4	5111. 3
Daiichi Sankyo Co. Ltd	7. 8	4. 0	16. 3	21216. 0
Dainippon Sumitomo Pharma Co. Ltd	8. 2	2. 3	16. 4	3627. 8
Denki Kagaku Kogyo K. K.	6. 7	4. 9	12. 7	1544. 1
Denso Corp.	21. 1	3. 8	9. 8	26223. 0
Fuji Media Holdings Inc.	5. 1	2. 7	16. 0	3392. 3
FUJIFILM Holdings Corp.	9. 6	1. 6	14. 7	17842. 4
Hitachi Chemical Co. Ltd	17. 7	3. 7	9. 7	3894. 2
Hitachi High-Technologies Corp.	13. 4	2. 1	14. 8	2272. 7
Hoya Corp.	15. 0	5. 2	12. 5	10149. 2
Ibiden Co. Ltd	22. 9	4. 1	11. 4	5789. 6
Ito En Ltd	5. 7	2. 7	15. 5	1539. 6
Itochu Techno-Solutions Corp.	9. 9	3. 4	13. 6	1983. 5
JSR Corp.	15. 8	3. 4	13. 5	5653. 7
JTEKT Corp.	19. 4	3. 4	14. 6	5232. 2
Kaneka Corp.	13. 3	3. 9	9. 6	2124. 5
Kansai Paint Co. Ltd	11. 5	2. 7	15. 4	1725. 3
Kyocera Corp.	12. 5	2. 7	11. 1	15886. 5
Mabuchi Motor Co. Ltd	7. 2	3. 1	11. 4	2304. 4
Makita Corp.	19. 6	5. 9	14. 0	4509. 1
Mitsubishi Gas Chemical Co. Inc.	25. 9	4. 8	9. 7	3282. 7
Mitsubishi Rayon Co. Ltd	10. 9	5. 0	11. 5	1829. 5
Mitsumi Electric Co. Ltd	27. 8	4. 9	13. 8	2760. 7
Murata Manufacturing Co. Ltd	11. 4	3. 3	12. 4	10883. 0
NGK Spark Plug Co. Ltd	12. 1	3. 2	12. 6	2829. 9
NHK Spring Co. Ltd	23. 5	3. 9	12. 1	1714. 2
Nippon Electric Glass Co. Ltd	21. 4	1. 8	13. 1	7682. 9
Nippon Steel Corp.	21. 9	4. 3	13. 1	31840. 7
Nissan Chemical Industries Ltd	12. 4	2. 9	16. 2	1891. 3
Nisshin Steel Co. Ltd	31. 9	7. 2	11. 3	3131. 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Nitto Denko Corp.	17.7	5.1	9.6	7026.6
Nok Corp.	21.7	2.9	7.8	3537.6
OKUMA Corp.	32.3	5.1	13.9	1780.4
OMRON Corp.	14.5	3.1	14.7	4542.4
Onward Holdings Co. Ltd	11.3	4.4	13.4	1535.5
Ricoh Co. Ltd	16.8	3.8	8.5	11832.8
Rohm Co. Ltd	6.9	3.2	9.1	6774.3
Sekisui Chemical Co. Ltd	8.7	2.8	-185.0	3174.6
Sharp Corp.	15.7	4.7	11.9	18680.2
Shinko Electric Industries Co. Ltd	18.8	6.1	7.1	1522.8
Showa Shell Sekiyu K. K.	16.6	5.1	12.6	4175.2
Sony Corp.	20.2	1.4	12.0	39915.8
Stanley Electric Co. Ltd	14.6	2.7	15.3	4363.0
Sumitomo Electric Industries Ltd	16.3	2.9	14.8	9974.8
Sumitomo Metal Mining Co. Ltd	39.6	5.0	9.0	10766.2
Suzuken Co. Ltd	11.5	2.5	13.3	3776.1
Takeda Pharmaceutical Co. Ltd	9.4	3.8	16.2	42142.9
TDK Corp.	20.1	4.7	9.3	7610.7
THK Co. Ltd	15.6	4.0	10.0	2212.6
Tokai Rika Co. Ltd	29.0	5.9	7.0	2355.8
Tokyo Electron Ltd	24.3	5.1	12.9	10865.0
Tokyo Steel Manufacturing Co. Ltd	8.6	2.6	12.2	2018.3
Toppan Printing Co. Ltd	9.0	3.4	15.8	7608.6
Toyoda Gosei Co. Ltd	20.7	4.0	11.3	4858.7
Toyota Boshoku Corp.	32.0	5.1	9.4	5588.2
Toyota Industries Corp.	14.0	3.3	16.0	11052.3
Ushio Inc.	10.5	2.2	15.4	2563.5
Yamaha Corp.	24.9	6.5	12.9	3939.8
Yamaha Motor Co. Ltd	27.8	4.6	6.7	6924.2
Yamato Kogyo Co. Ltd	26.1	2.5	9.9	2898.3

资料来源：SG Global Strategy Research。

表 32-6　符合标准 1、3 及 6 且 G&D PE <16 倍的 MSCI 亚洲成分股

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Acer Inc.	13.6	9.1	13.4	4710.8
Advanced Semiconductor Engineering Inc.	22.7	17.1	10.6	5248.9
Ambuja Cements Ltd	22.3	4.0	14.2	4810.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Aneka Tambang	59. 8	23. 9	8. 5	4 524. 6
Asia Cement Corp.	15. 5	10. 7	15. 8	3 997. 6
ASM Pacific Technology Ltd	16. 3	14. 0	11. 2	2 872. 5
ASUSTeK Computer Inc.	21. 2	7. 7	7. 3	11 199. 3
Bumi Resources	50. 7	10. 0	12. 2	12 152. 6
Cheung Kong (Holdings) Ltd	18. 3	3. 8	8. 2	42 824. 3
China Merchants Holdings (International) Co. Ltd	12. 5	5. 4	16. 3	14 962. 8
China Motor Corp.	15. 6	4. 7	2. 7	1 043. 6
China Shipping Development Co. Ltd	26. 5	9. 7	12. 0	8 785. 1
China Travel International Investment Hong Kong Ltd	12. 1	6. 5	11. 3	3 753. 5
Chinese Estates (Holdings) Ltd	72. 1	7. 2	4. 7	4 176. 7
CITIC Pacific Ltd	82. 9	23. 6	3. 0	12 352. 5
CNPC (Hong Kong) Ltd	12. 2	5. 2	11. 4	3 099. 9
Compal Electronics Inc.	22. 5	15. 2	6. 6	4 179. 4
Cosco Pacific Ltd	31. 7	15. 6	6. 2	5 987. 0
Daelim Industrial Co. Ltd	49. 8	8. 4	4. 6	6 603. 0
Denway Motors Ltd	18. 9	7. 0	9. 0	4 829. 9
Evergreen Marine Corp. (Taiwan) Ltd	21. 9	10. 6	10. 2	2 769. 5
Feng Hsin Iron & Steel Co. Ltd	16. 0	10. 8	11. 5	961. 5
Formosa Chemicals & Fibre Corp.	17. 4	14. 1	12. 1	14 141. 8
Formosa Plastics Corp.	16. 4	13. 1	13. 9	16 071. 8
Formosa Taffeta Co. Ltd	25. 0	18. 3	11. 7	1 695. 9
GAIL (India) Ltd	12. 0	3. 6	13. 2	8 949. 5
Globe Telecom Inc.	13. 6	10. 2	14. 8	5 038. 3
GS Engineering & Construction Corp.	17. 5	3. 7	11. 8	8 255. 2
Hang Lung Group Ltd	28. 9	3. 6	10. 4	5 927. 9
Hang Lung Properties Ltd	24. 3	5. 0	12. 0	13 289. 2
Hang Seng Bank Ltd	11. 0	7. 3	15. 4	39 442. 5
Henderson Land Development Co. Ltd	32. 6	4. 8	5. 9	13 381. 1
Hon Hai Precision Industry Co. Ltd	17. 3	5. 6	14. 2	39 189. 5
Hopewell Holdings Ltd	33. 4	13. 1	11. 4	3 169. 7
Hysan Development Co. Ltd	34. 4	5. 5	6. 9	2 959. 8
Hyundai Development Co.	20. 2	3. 9	12. 2	7 311. 5
Inventec Corp.	27. 7	16. 3	5. 1	1 407. 6
Jiangxi Copper Co. Ltd	37. 0	7. 9	8. 3	7 418. 5
Keppel Corp. Ltd	15. 9	7. 0	16. 1	14 329. 7
Kerry Properties Ltd	41. 9	8. 1	6. 9	11 441. 2
Kingboard Chemical Holdings Ltd	33. 9	10. 2	5. 0	4 986. 2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率≥ 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元
Korea Zinc Co. Ltd	47. 3	4. 0	7. 0	2444. 9
Lite-On Technology Corp.	16. 6	14. 3	6. 5	3758. 0
MiTAC International Corp.	39. 3	14. 1	5. 0	1408. 2
Nan Ya Plastics Corp.	19. 4	16. 8	11. 1	20219. 6
Neptune Orient Lines Ltd	55. 8	14. 6	3. 4	4058. 2
NWS Holdings Ltd	25. 9	13. 0	12. 8	5369. 8
Oil & Natural Gas Corp. Ltd	14. 3	4. 9	13. 2	52286. 1
Orient Overseas (International) Ltd	57. 2	66. 9	3. 1	4629. 8
Pakistan State Oil Co. Ltd	30. 6	8. 8	8. 7	1049. 9
POSCO	16. 7	3. 6	10. 0	46041. 8
S-Oil Corp.	12. 4	23. 6	12. 1	9412. 3
SembCorp Industries Ltd	14. 6	7. 4	13. 4	7194. 7
Shanghai Industrial Holdings Ltd	15. 0	6. 1	9. 8	4670. 1
Shun Tak Holdings Ltd	28. 7	8. 8	7. 5	3660. 1
Singapore Airlines Ltd	16. 7	9. 9	9. 0	13410. 8
Singapore Telecommunications Ltd	10. 5	5. 3	13. 6	42760. 0
Sino Land Co. Ltd	29. 9	7. 4	7. 7	9697. 5
SINOPEC Shanghai Petrochemical Co. Ltd	14. 6	5. 7	8. 9	4440. 5
SK Telecom Co. Ltd	10. 7	4. 4	13. 1	21430. 3
Steel Authority of India Ltd	31. 4	6. 3	11. 5	19008. 6
Sun Hung Kai Properties Ltd	21. 4	4. 9	9. 6	34787. 8
Swire Pacific Ltd	40. 1	7. 5	6. 7	20899. 6
Synnex Technology International Corp.	11. 1	6. 9	14. 4	2707. 9
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd	11. 3	8. 2	15. 0	48935. 9
TECO Electric & Machinery Co. Ltd	17. 7	12. 1	11. 6	940. 8
Television Broadcasts Ltd	11. 9	7. 4	13. 6	2631. 1
Tung Ho Steel Enterprise Corp.	22. 0	14. 5	12. 8	1559. 7
U-Ming Marine Transport Corp.	29. 1	23. 5	10. 1	2344. 5
United Microelectronics Corp.	14. 7	10. 6	5. 3	7773. 9
UOL Group Ltd	52. 1	8. 2	6. 5	2502. 2
Venture Corp. Ltd	25. 8	13. 6	6. 1	2441. 2
Wharf (Holdings) Ltd	38. 5	5. 6	6. 1	12822. 1
Yanzhou Coal Mining Co. Ltd	19. 4	5. 0	9. 1	9749. 7
Yue Yuen Industrial (Holdings) Ltd	12. 7	6. 3	9. 8	4980. 0
Yulon Motor Co. Ltd	16. 8	4. 7	4. 6	1405. 7
Zhejiang Expressway Co. Ltd	16. 6	9. 2	13. 3	6949. 8

资料来源：SG Global Strategy Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十三章

资金抽回与市场估值[一]

我们一直在说，去泡沫过程的最后一个阶段就是投资者大量抽回资金（revulsion）[二]。而这个阶段的基本特征就是超低廉价格资产的出现。近期英国及欧洲本土股票市场的价格走势，大体上已经达到形成大量资金抽回的水平（即，市盈率跌至10倍左右）。当然，便宜的资产也许还能更便宜，但对长期投资者而言，这或许为他们提供了一个绝佳的切入点。从市场层面看，市场总体价位低廉这一点确信无疑。但尤其需要关注一些符合我们深度价值筛选标准的企业，它们均非等闲之辈，比如微软、英国石油（BP）、诺华制药和索尼！

- 资金抽回阶段的基本特征就是普遍性的廉价资产。市场下跌的速度意味着，我们正在快速接近与资金抽回相对应的估值水平。例如，英国及欧洲股票市场的交易价格达到了10倍的“格林厄姆&多德市盈率”（当前价格与10年期移动平均收益之比）。
- 当然，估值并不是短期性概念。廉价股票往往会继续贬值，变得更便宜，而高价股票则会变得更昂贵。但是，对长期投资者而言，它们绝不缺乏吸引力。
- 很久以前，我最偏爱的估值指标早已不合时宜（格林厄姆&多德市盈率），因为它不能反映股票的成长性，最好听的评价恐怕就是过于简化，而最难听的评价就是愚蠢。但是在最近几周，投资者已经开始提出另一个完全不同的问题。他们不再说我使用10年期移动平均收益忽略了成长性，相反他们开始认为，近些年的良好成长性夸大了这一指标！这种思维上的转变或许是今天最好的征兆！
- 自下而上的分析为我们展现了极其相似的市场境况。对市场上60%～70%左右的股票，其“格林厄姆&多德市盈率”不足16倍（本杰明·格林厄姆认为，这也是投资者为一项投资所应支付的最高价格）。
- 而格林厄姆最喜欢、同时也是更严格的选股方法，就是关注同时满足如下三项标准的股票：收益率至少达到AAA级债券收益的2倍；股息率至少为AAA级债券收益的2/3以及债务总额不超过有形资产账面价值的2/3。除此之外，我又补充了一项标准，即：“格林厄姆&多德市盈率”不得超过16倍。2008年10月，我曾使用这种方法进行过一次筛选，结果是，符合要求的股票数量大为减少，这在很大程度上可以归结为股利的减少。不过，出现在合格股票名单的名字却令人瞩目，其中包括微软、英国石油（BP）、诺华制药、索尼以及鲜京电讯（SK Telecom）等

[一] 本文首次刊登于2009年3月4日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。——译者注

[二] 也译作“投资厌恶”或“剧变”阶段。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声名显赫的大公司。对于那些喜欢冒险的投资者来说，在进行真正的深度价值筛选之后，他们会发现，日本的小盘股居然是世界上最便宜的资产。

- 我最近曾多次提到，把现金缓慢注入深度价值投资对象，是我的一贯性投资方法。我们越是接近资产抽回阶段，我们动用现金的机会就越多。逃亡之路并不美好，但它的终点却是价值投资者的天堂。

我一直在说，去泡沫过程的最后一个阶段就是投资者大量抽回资金。而资金抽回阶段的基本特征，就是资产价格明显偏低。而这个过程的另一个特征就是，我们这些业内人羞于承认自己从事金融业。但我们必须面对它，接近它。几周之前，我在英格兰乘坐出租车的时候，司机问我从事什么职业，我不得不绞尽脑汁搜罗一个比银行家更容易被大家接受的工作——这可不是容易事，因为在那段日子里，就算是恋童癖者似乎也比银行家有面子。

实际上，市场下跌的速度意味着目前我们正在快速接近与资金抽回阶段相对应的估值水平。图 33-1 为我们始终钟爱的估值指标——“格林厄姆 & 多德市盈率”（G&D PE），该指标反映了当前价格与报告收益的 10 年期移动平均值之比。

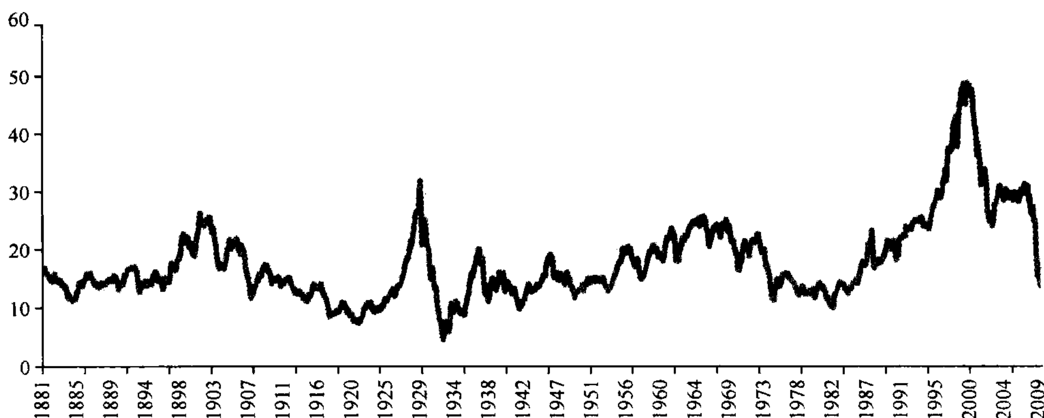


图 33-1　美国股票的“格林厄姆 & 多德市盈率”——S&P500

资料来源：SG Global Strategy。

目前市场的该指标为 13.6 倍——这也是自 1986 年以来的最低点。而 1871 年以来的平均值则是 18 倍。因此，今天的股票市场正处于历史低位，这一点确信无疑。但这个水平显然还没达到我们锁定的便宜货价位。这个价位对应的“格林厄姆 & 多德市盈率”在 10 倍左右。按照这个水平，指数应在 500 左右。而史上最低点则出现在“大萧条”最惨烈的时候，按照 S&P500 在当时的市场水平，仅相当于 10 年期平均收益的 5 倍[㊀]。

我此前曾多次指出，估值并不是短期性概念，因为在短期内，廉价股票往往会继续贬值，变得更便宜，而高价股票则会变得更昂贵。但它却是市场收益的决定因素。

为说明这一点，我们可以看看图 33-2，它反映了在按“格林厄姆 & 多德市盈率”确定起点之后，在随后 10 年期间的真实平均收益。我们目前的市场估值水平处于左起

㊀ 即 G&D PE 为 5。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三列——略高于平均收益率（但显然还不属于便宜货），那些喜欢做“黄粱一梦”的投资者最有可能实现这样的收益，因为他们喜欢买进股票，然后便束之高阁，扔在一边或许长达10年。

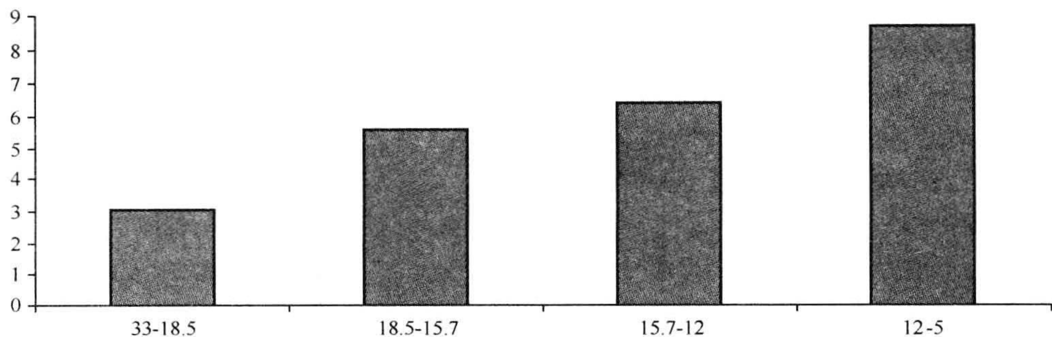


图 33-2 按 G&D PE 进行投资的 10 年真实平均收益（年均收益率,%）

资料来源：SG Global Strategy。

在最近几周的客户见面会上，最有趣的一个问题就是“格林厄姆 & 多德市盈率”。以前，经常有人对我说，这个指标不能反映股票的成长性，而且直接采用10年期移动平均收益过于简化，甚至有点愚蠢。但这样的说法在去年就开始逐渐听不到了。相反，投资者开始认为10年期移动平均收益太高！如果真是这样的话，那确实有点高！

但我想说的是，10年期移动平均收益绝对再恰当不过。它毕竟同时体现了泡沫破裂后时期的盈利能力以及最近期的市场膨胀（及衰退）[㊀]。图33-3为计算“格林厄姆 & 多德市盈率”采用的分子——10年期移动平均收益。我发现，最近时期的收益并未发生实质性变化。因此，我认为这一方法依旧是行得通的。那些声称这种方法有缺陷的人，实际上是在犯我在2003年时曾经犯下的错误——虽然有自己的原则，但是在走入现实时便抛弃了这个原则！

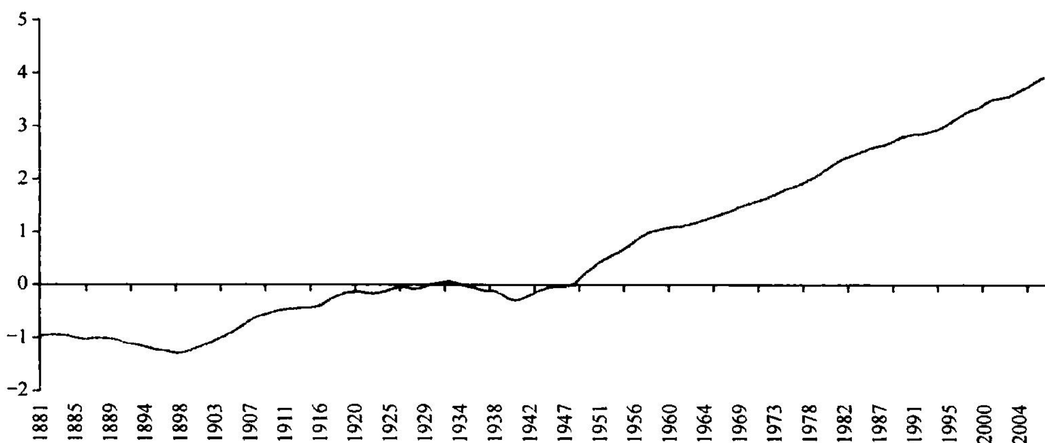


图 33-3 S&P500 的 10 年期移动平均收益（对数）

资料来源：SG Global Strategy。

㊀ 指20世纪末的网络泡沫和最近的次贷危机。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，美国股市并不是世界上唯一的股市——在美国股市尚未进入资产抽回阶段时，英国和欧洲本土市场似乎已经陷入恐慌，投资者对股票唯恐避之不及。图 33-4 为英国股市的“格林厄姆 & 多德市盈率”；该市场目前的这个指标约为 10。这也是自 20 世纪 70 年代中期以来最便宜的英国市场。当然，在 20 世纪 70 年代中期，英国正在经历一场略显舒缓的银行危机，并且向国际货币基金组织提出救市请求（这样的事情在今天应该不会让大家感到陌生!）。

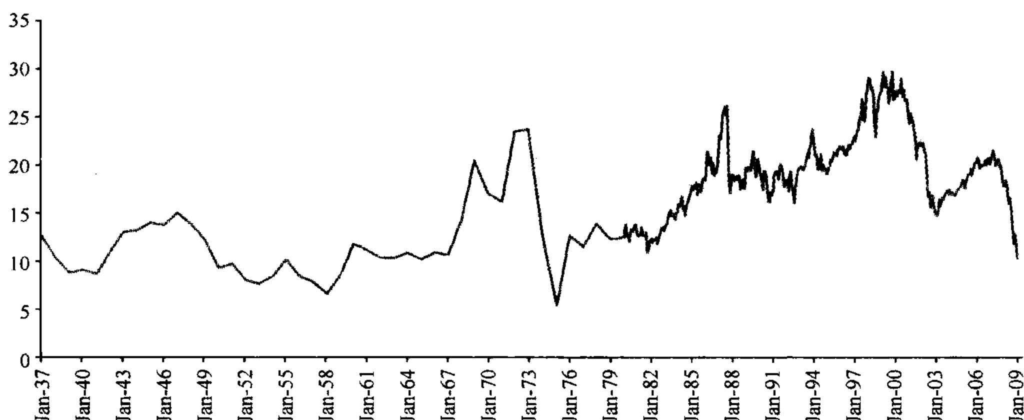


图 33-4 英国股市的“格林厄姆 & 多德市盈率”——英国已经步入资金抽回阶段

资料来源：SG Global Strategy。

欧洲的股市历史远比美国或是英国短暂得多。不过，为了对比欧洲市场与美国或英国市场的情况，我们可以通过图 33-5 模拟欧洲在 1982 年之前的情况——假设把 1982 年后的欧洲市场折扣情况搬到 1982 年之前的美国市场历史中。图中垂直黑线之后的数据为欧洲市场的真实数据。

欧洲市场目前的“格林厄姆 & 多德市盈率”为 10 倍，这也是 1982 年以来的最低点。和英国一样，欧洲市场也已经步入资金抽回阶段。

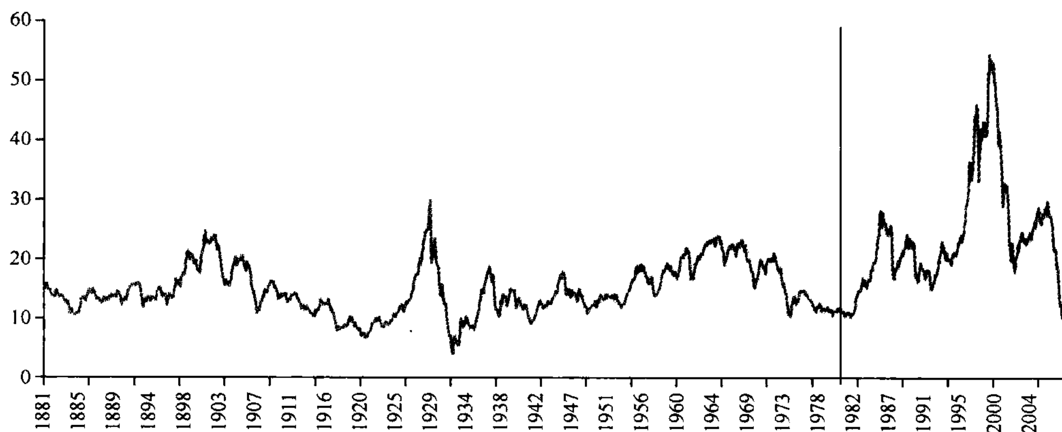


图 33-5 模拟 1982 年以前情况的欧洲市场“格林厄姆 & 多德市盈率”

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◇ 自下而上的观点

我一直认为，自上而下估值法的作用不过如此，但是从自下而上的角度看问题，或许能让我们的眼前豁然开朗。当然，我们可以通过无数个角度认识自下而上估值法，但最适合我的方法，显然是最简单的方法。

比如，图 33-6 为各股票市场上“格林厄姆 & 多德市盈率”低于 6 倍的股票百分比。为什么用 16 这个数字呢？因为这就是本·格林厄姆认为“投资者为一项投资应支付的最高价格”。

这种方法通常可以对自上而下估值法的结论进行验证。在大多数股票市场上，“格林厄姆 & 多德市盈率”低于 16 的股票比例约在 60% ~70%。所以说，价值投资者应该有自己的原则。

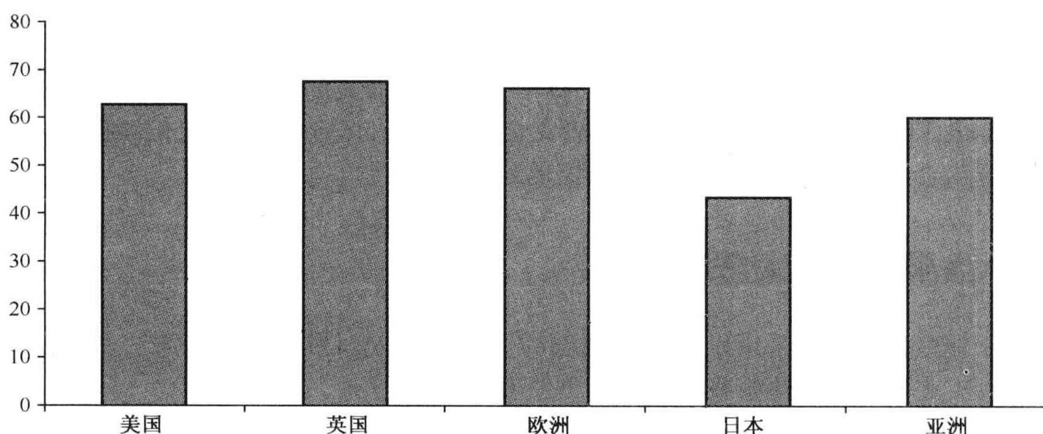


图 33-6 G&D PEs < 16 的股票比例（%）

资料来源：SG Global Strategy。

◇ 不断萎缩的股利

而格林厄姆最喜欢、同时也是更严格的选股方法，就是关注同时满足如下三项标准的股票：收益率至少达到 AAA 级债券收益的 2 倍，股息率至少为 AAA 级债券收益的 2/3 以及债务总额不超过有形资产账面价值的 2/3。除此之外，我又补充了一项标准，即：“格林厄姆 & 多德市盈率”不得超过 16 倍。

表 33-1 为通过这四项标准的大盘股在各国/地区的百分比。尽管目前市场尚低于 2008 年 11 月的水平，但真正的深度价值投资机会却并不多。原因很明显，股利也在不断萎缩。因此，在以前进行的筛选中，尽管会出现辉瑞和诺基亚这样的股票，但股利水平马上会随之下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 33-1 符合格林厄姆标准的大盘股比例（%）（不包括金融类股票）

	目前	2008 年 11 月
美国	2	4
欧洲	6	9
英国	6	8
亚洲	16	17
日本	20	20

资料来源：SG Global Strategy。

◇ 公司质量与深度价值

这就是说，通过深度价值筛选的股票质量令人惊叹。我在进行这样的筛选时，经常会在合格股票目录中看到很多从未听说过的名字（当然，这并不妨碍我买进这些股票）。但我那时看到的名字却无人不知，无人不晓。比如说，在通过筛选的股票目录，美国有微软，英国有 BP，欧洲有诺华，日本有索尼，而亚洲则有鲜京电信（全部股票的目录如表 33-2 所示）。这表明，投资者完全可以用来自全球的深度价值股构筑一个分散化投资组合，然后静观其变，轻轻松松地等上几年。

◇ 小盘股与净流动资产

对于那些依旧担心采用以收益为基础的估值法的人，另一种可选方法就是回到可能会得到本杰明·格林厄姆赞同的资产负债表法。

格林厄姆尤其推崇“净营运资本”（net-nets）的概念。即：

便宜货的问题可以简单地归纳为，对于普通股，就是市场价格低于扣除全部负债后的公司净营运资本。这就意味着，买家可以按零价格买入建筑物和机器设备等固定资产以及可能存在的商誉。尽管可以找到零星的个案，但还是极少有几家公司的终极价值低于其净营运资本。而最令人感到不可思议的是，按照这个定义“便宜”的基础，市场上可以找到很多符合这个条件的公司。

显然，问题的核心就是市场价格远低于企业价值。但任何所有者或大股东都不会愿意按如下不可理喻的低价格出售自己的资产……在实践中，这种选择廉价股票的策略总能为投资者带来利润，而且平均回报率也远远高于其他投资方法。

格林厄姆所说的“净营运资本”，即公司流动资产扣除其全部负债后的余额。当然，格林厄姆并不满足于仅仅按低于净流动资产价值的价格买入股票。他需要更大的安全边际。格林厄姆提倡的是买进价格低于净流动资产价值 2/3 的股票（以进一步增加安全边际）。

在目前市场上，拥有净营运资本的股票绝大多数来自小盘股。图 33-7 为通过净营运资本测试的股票在不同时点的数量分布。由图可见，目前市场也是拥有净营运资本股票比例最高的时间段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图33-8则是此类股票的地域分布。在我找到的拥有净营运资本的股票中，半数来自日本。这表明，日本的小盘股是世界上最便宜的资产类别之一！

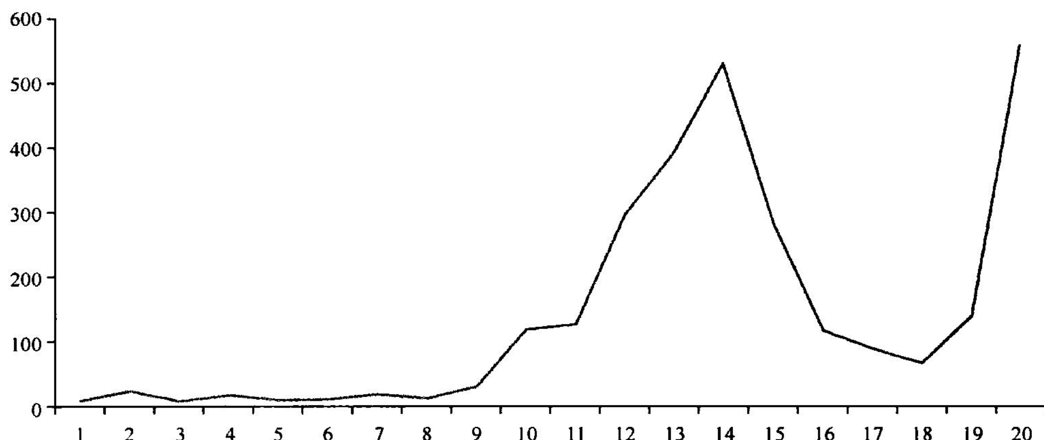


图33-7 通过净营运资本测试的股票数量随时间的变化

资料来源：SG Global Strategy。

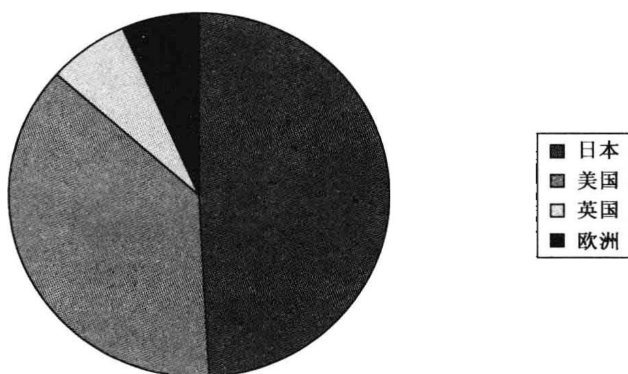


图33-8 拥有净营运资本测试的股票的地域分布

资料来源：SG Global Strategy。

◇ 结论

正如我最近经常提到的，追求价值是我一贯的投资信条。无论是自上而下还是自下而上地看到市场，我们都不缺少真正的绝佳机会（尤其是在美国以外的市场）。自上而下的估值表明，英国和欧洲本土都处于明显的资金抽回阶段。

从自下而上的角度看，对长期投资者而言，要构建一个具有深度价值属性的分散化组合绝非易事。但是对于那些渴望刺激和冒险的投资者来说，目前的日本小盘股显然是难得一见的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 33-2　符合格林厄姆选股标准的股票

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率 > 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元	国家/地区
Allegheny Technologies Inc.	31.9	4.0	1916.9	8.6	美国
Analog Devices Inc.	9.7	4.2	5428.5	16.0	美国
Carnival Corp.	16.0	8.8	16403.5	8.3	美国
Cummins Inc.	20.6	3.0	4188.5	11.8	美国
Illinois Tool Works Inc.	11.9	4.3	14210.3	13.9	美国
Microsoft Corp.	11.8	3.0	143582.6	14.7	美国
Robert Half International Inc.	11.2	3.0	2326.4	14.9	美国
Rowan Cos. Inc.	34.2	3.6	1368.5	7.2	美国
Texas Instruments Inc.	10.2	2.9	18318.6	13.7	美国
Tiffany & Co.	13.9	3.8	2344.0	11.0	美国
Acerinox S. A.	14.6	4.3	2914.0	10.0	西班牙
Bekaert S. A. N. V.	19.8	7.2	957.1	9.5	比利时
BP PLC	15.1	8.0	117959.7	10.4	英国
Charter International PLC	22.9	5.3	977.1	11.3	英国
Compagnie Financiere Richemont S. A.	14.1	3.9	15845.1	10.7	瑞士
Deutsche Lufthansa AG	30.4	15.1	5040.3	9.1	德国
ENI S. p. A.	17.3	9.3	79816.0	7.6	意大利
Iberia Lineas Aereas de Espana S. A.	20.7	10.2	2191.5	7.7	西班牙
Kesko Oyj	11.5	6.2	2082.1	11.3	芬兰
Konecranes Oyj	22.6	7.2	956.7	14.3	芬兰
Koninklijke Boskalis Westminster N. V.	17.6	8.8	1640.2	13.9	荷兰
MAN AG	27.6	6.6	5967.4	9.1	德国
Nexans	11.2	7.1	1080.8	7.5	法国
Nokian Renkaat Oyj	12.7	4.5	1471.3	14.6	芬兰
Novartis AG	9.8	5.0	82096.0	12.9	瑞士
OMV AG	24.2	5.3	7826.3	7.2	奥地利
Orkla ASA	21.3	5.8	5927.6	8.3	挪威
Persimmon PLC	36.6	13.6	1450.1	4.7	英国
Repsol YPF S. A.	22.4	8.6	18744.9	6.9	西班牙
Royal Dutch Shell Class A	18.9	7.3	133757.1	7.0	荷兰
Salzgitter AG	34.7	6.6	3372.8	7.0	德国
Skanska AB	12.0	8.5	2883.6	9.1	瑞典
Societe BIC	9.7	3.7	2376.0	15.3	法国
StatoilHydro ASA	12.5	4.0	52021.2	10.9	挪威
Sulzer AG	23.5	6.9	1305.5	12.6	瑞士
Swatch Group AG	15.1	3.5	6372.8	12.3	瑞士
Total S. A.	16.9	6.6	111692.6	11.0	法国
Vallourec S. A.	33.0	12.2	4222.6	10.8	法国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率 > 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元	国家/地区
Wacker Chemie AG	17.7	6.2	3116.5	10.5	德国
AGA Rangemaster Group PLC	27.8	16.5	76.6	3.7	英国
Air Partner PLC	16.2	7.7	58.0	12.6	英国
Bovis Homes Group PLC	19.1	9.2	658.8	6.4	英国
BP PLC	15.1	8.0	117959.7	10.4	英国
Braemar Shipping Services PLC	20.6	9.7	72.3	10.9	英国
Castings PLC	21.8	7.9	79.0	7.1	英国
Charter International PLC	22.9	5.3	977.1	11.3	英国
Computacenter PLC	17.6	7.6	282.6	4.8	英国
Diploma PLC	11.4	7.2	174.5	11.1	英国
Greggs PLC	10.0	4.1	537.7	16.0	英国
Headlam Group PLC	18.2	11.3	238.7	11.6	英国
Hornby PLC	21.5	11.3	40.7	7.8	英国
Kier Group PLC	15.0	4.2	464.0	10.5	英国
Millennium & Copthorne Hotels PLC	11.6	3.4	792.7	7.6	英国
Persimmon PLC	36.6	13.6	1450.1	4.7	英国
Renishaw PLC	15.9	8.5	314.8	9.1	英国
Royal Dutch Shell PLC（CLB）	17.5	6.8	127661.0	8.8	英国
St. Ives PLC	32.0	34.8	70.5	2.3	英国
T. Clarke PLC	11.6	9.7	72.4	7.6	英国
Ted Baker PLC	11.2	5.1	195.7	14.3	英国
Acer Inc.	12.0	8.0	3495.2	15.2	中国台湾
Aneka Tambang	46.4	18.6	954.2	11.0	印尼
ASM Pacific Technology Ltd	11.7	9.0	1122.7	10.6	中国香港
ASUSTeK Computer Inc.	21.4	7.8	4048.4	7.5	中国台湾
Bumi Resources	51.3	10.1	1245.6	12.4	印尼
Cheung Kong（Holdings）Ltd	19.4	4.0	19062.2	7.8	中国香港
China Shipping Development Co. Ltd	22.8	8.3	1314.0	15.5	中国内地
China Travel International Investment Hong Kong Ltd	10.2	5.5	807.5	14.0	中国香港
Chinese Estates（Holdings）Ltd	41.1	4.1	2346.1	8.4	中国香港
CITIC Pacific Ltd	63.4	18.1	3811.6	4.1	中国香港
CNPC（Hong Kong）Ltd	10.6	4.5	1511.1	13.4	中国香港
Compal Electronics Inc.	17.5	11.8	2268.9	8.7	中国台湾
Cosco Corp.（Singapore）Ltd	19.0	9.9	1040.2	14.2	新加坡
Cosco Pacific Ltd	26.7	13.2	1649.4	7.7	中国香港
Denway Motors Ltd	13.3	4.9	2258.1	13.7	中国香港
Evergreen Marine Corp.（Taiwan）Ltd	28.1	13.5	1160.4	8.0	中国台湾
Feng Hsin Iron & Steel Co. Ltd	14.6	9.8	549.2	13.4	中国台湾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率>2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率>2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元	国家/地区
Formosa Chemicals & Fibre Corp.	25.6	20.8	5550.9	8.4	中国台湾
Formosa Plastics Corp.	18.0	14.4	7777.6	12.8	中国台湾
Formosa Taffeta Co. Ltd	28.1	20.5	775.5	10.6	中国台湾
GAIL (India) Ltd	11.1	3.4	3308.1	14.3	印度
Hang Lung Group Ltd	29.6	3.7	3611.6	10.9	中国香港
Hang Lung Properties Ltd	22.0	4.6	8003.8	14.1	中国香港
Hang Seng Bank Ltd	11.7	7.7	21439.4	14.4	中国香港
Henderson Land Development Co. Ltd	30.0	4.4	7249.8	6.6	中国香港
Hopewell Holdings Ltd	32.0	12.5	2496.2	11.7	中国香港
Hysan Development Ltd	33.2	5.3	1594.3	7.0	中国香港
International Container Terminal Services Inc.	14.5	3.3	412.8	14.6	菲律宾
Inventec Corp.	21.0	12.4	755.5	7.0	中国台湾
Jiangxi Copper Co. Ltd	25.0	5.3	1086.6	13.5	中国内地
Keppel Corp. Ltd	16.8	8.5	4491.7	11.5	新加坡
Kerry Properties Ltd	36.4	7.0	2715.3	8.7	中国香港
Kingboard Chemical Holdings Ltd	26.4	7.9	1391.9	6.8	中国香港
Korea Electric Power Corp.	9.8	3.2	9920.8	7.5	韩国
Lite-On Technology Corp.	16.9	14.5	1316.4	6.4	中国台湾
MiTAC International Corp.	31.3	11.2	560.2	6.5	中国台湾
MTR Corp. Ltd	16.3	2.7	12682.4	14.5	中国香港
Nan Ya Plastics Corp.	24.7	21.3	7246.9	8.8	中国台湾
Oil & Natural Gas Corp. Ltd	14.3	4.9	28444.9	13.4	印度
Orient Overseas (International) Ltd	41.1	48.0	1451.9	4.5	中国香港
POSCO	15.1	3.2	17695.2	11.4	韩国
PTT Exploration & Production PCL	15.2	5.8	8153.8	15.2	泰国
S-Oil Corp.	13.6	9.7	3808.3	11.1	韩国
SembCorp Industries Ltd	14.4	5.3	2430.5	11.3	新加坡
Sesa Goa Ltd	44.5	5.1	1223.9	10.2	印度
Shanghai Industrial Holdings Ltd	11.0	4.4	2472.8	13.4	中国香港
Singapore Airlines Ltd	16.9	10.1	7774.6	8.9	新加坡
Singapore Press Holdings Ltd	10.6	10.6	2794.0	10.4	新加坡
Singapore Telecommunications Ltd	9.9	5.0	25277.6	14.7	新加坡
Sino Land Co. Ltd	27.3	6.8	3778.6	8.8	中国香港
SINOPEC Shanghai Petrochemical Co. Ltd	13.5	5.3	799.1	10.2	中国内地
SK Telecom Co. Ltd	12.5	5.2	9808.8	11.3	韩国
Steel Authority of India Ltd	26.0	5.2	6040.2	14.5	印度
Sun Hung Kai Properties Ltd	18.7	4.3	20162.6	11.2	中国香港
Swire Pacific Ltd	36.4	6.8	9348.0	7.4	中国香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率 >2 * AAA 级公司债券平均收益率	股息率 > 2/3 * AAA 级公司债券平均收益率	格林厄姆 & 多德市盈率	市值/美元	国家/地区
Taiwan Secom Co. Ltd	9.5	7.8	595.5	15.9	中国台湾
TECO Electric & Machinery Co. Ltd	15.7	10.8	521.6	13.5	中国台湾
Television Broadcasts Ltd	11.2	7.0	1524.3	15.2	中国香港
Tung Ho Steel Enterprise Corp.	22.6	15.0	603.9	12.8	中国台湾
U-Ming Marine Transport Corp.	24.3	19.5	1099.3	12.7	中国台湾
United Microelectronics Corp.	13.3	9.6	2902.3	6.2	中国台湾
UOL Group Ltd	11.1	4.5	862.9	5.6	新加坡
Walsin Lihwa Corp.	9.9	5.8	493.9	6.1	中国台湾
Wharf (Holdings) Ltd	33.7	4.9	5849.8	7.4	中国香港
Yanzhou Coal Mining Co. Ltd	15.8	4.1	1389.6	11.8	中国内地
Yue Yuen Industrial (Holdings) Ltd	14.8	6.0	3086.1	10.6	中国香港
Yulon Motor Co. Ltd	14.9	4.2	653.5	5.3	中国台湾
Advantest Corp.	7.5	4.1	2179.3	11.8	日本
Aisin Seiki Co. Ltd	21.0	3.9	4604.3	11.3	日本
Ajinomoto Co. Inc.	6.5	2.5	4811.6	16.3	日本
Alps Electric Co. Ltd	9.4	7.7	506.9	5.4	日本
Asahi Kasei Corp.	16.4	4.3	4485.8	15.2	日本
Brother Industries Ltd	15.9	3.6	1865.4	12.0	日本
Citizen Holdings Co. Ltd	11.0	4.7	1343.9	12.2	日本
Dai Nippon Printing Co. Ltd	8.4	4.5	5966.8	13.6	日本
Daihatsu Motor Co. Ltd	11.2	2.3	3265.4	16.2	日本
Daiichi Sankyo Co. Ltd	8.7	4.5	11452.7	15.0	日本
Dainippon Sumitomo Pharma Co. Ltd	8.6	2.4	3304.6	15.7	日本
Denki Kagaku Kogyo K. K.	9.0	6.6	821.7	9.4	日本
Denso Corp.	16.4	2.9	16856.5	12.7	日本
Fuji Media Holdings Inc.	6.1	3.2	2698.1	13.6	日本
FUJIFILM Holdings Corp.	11.8	2.0	9718.3	12.1	日本
Hitachi Chemical Co. Ltd	15.1	3.2	2088.0	11.9	日本
Hitachi High-Technologies Corp.	17.0	2.6	1701.9	11.9	日本
Ito En Ltd	6.7	3.1	1157.6	13.3	日本
Itochu Techno-Solutions Corp.	13.0	4.5	1233.6	10.7	日本
JTEKT Corp.	27.1	4.8	1723.0	11.0	日本
Kaneka Corp.	12.9	3.7	1702.1	9.8	日本
Konami Corp.	10.1	4.1	2042.6	11.8	日本
Kyocera Corp.	10.1	2.1	10900.6	13.4	日本
Mitsubishi Gas Chemical Co. Inc.	24.3	4.5	1909.5	10.4	日本
Mitsubishi Rayon Co. Ltd	13.9	6.4	1096.5	9.5	日本
Mitsumi Electric Co. Ltd	24.2	4.3	1095.3	16.2	日本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	动态收益率>2＊AAA级公司债券平均收益率	股息率>2/3＊AAA级公司债券平均收益率	格林厄姆&多德市盈率	市值/美元	国家/地区
Murata Manufacturing Co. Ltd	9.5	2.7	8214.8	14.8	日本
NGK Spark Plug Co. Ltd	13.3	3.6	1780.5	12.3	日本
NHK Spring Co. Ltd	27.5	4.6	830.1	10.5	日本
Nippon Steel Corp.	22.5	4.4	18037.7	13.0	日本
Nissan Chemical Industries Ltd	13.5	3.2	1196.3	15.4	日本
Nisshin Steel Co. Ltd	23.7	5.4	1534.7	15.3	日本
Nitto Denko Corp.	16.3	4.7	3140.2	10.4	日本
Nok Corp.	23.0	3.1	1258.6	7.7	日本
OMRON Corp.	16.3	3.5	2548.2	13.3	日本
Onward Holdings Co. Ltd	14.3	5.6	888.6	10.8	日本
Panasonic Electric Works Co. Ltd	10.7	4.3	4575.3	16.4	日本
Ricoh Co. Ltd	13.9	3.1	8318.2	10.5	日本
Rohm Co. Ltd	6.1	2.8	5705.2	9.9	日本
Sharp Corp.	12.4	3.7	8638.0	15.4	日本
Shimamura Co. Ltd	11.2	2.3	1884.8	16.3	日本
Shinko Electric Industries Co. Ltd	9.7	3.1	1247.5	14.6	日本
Sony Corp.	21.2	1.4	17011.7	11.6	日本
Stanley Electric Co. Ltd	17.0	3.1	1909.3	13.7	日本
Sumitomo Electric Industries Ltd	15.5	2.7	6222.9	15.8	日本
Sumitomo Heavy Industries Ltd	28.4	4.0	1617.4	14.3	日本
Sumitomo Metal Mining Co. Ltd	26.0	3.3	5846.1	14.1	日本
Takeda Pharmaceutical Co. Ltd	10.9	4.4	33021.6	13.9	日本
TDK Corp.	17.8	4.2	4302.4	10.3	日本
THK Co. Ltd	12.6	3.3	1545.2	12.9	日本
Tokyo Stell Manufacturing Co. Ltd	7.2	2.2	1531.8	14.9	日本
Toppan Printing Co. Ltd	10.6	4.0	4189.6	13.4	日本
Toyoda Gosei Co. Ltd	19.0	3.7	1771.4	12.9	日本
Toyoda Boshoku Corp.	22.5	3.6	1817.7	13.3	日本
Yamaha Corp.	25.6	6.7	1534.1	12.5	日本
Yamato Kogyo Co. Ltd	25.4	2.4	1479.5	11.0	日本
Yokogawa Electric Corp.	13.9	5.0	916.4	14.6	日本

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十四章

通胀之路与廉价保险之源㊀

估值本身是否足以成为买进股票的原因呢？为了解释这个问题，我进行了一个假设性研究：在“格林厄姆＆多德市盈率”（G&D PE）为10倍时，如果一位“价值”投资者买进美国股票，他会采取怎样的策略。“价值诅咒”（在市场高涨时过早卖出，在市场暴跌时买进）的噩梦昭然若揭。按10倍市盈率买进意味着在市场跌至谷底前四个月买进，并为此承受20%的亏损。但是，要让市场价位恢复到买进时的水平，投资者只能耐心地等上一年时间。实际上，抓住最低价凭借的只是运气，而承认自己不能准确抓住最低价，并不需要付出很大代价。因此，务必在市场低位时买进，并保持耐心。

- 估值本身是否足以成为买进股票的原因呢？在短期内，市场估值并不是决定投资的唯一要素。便宜股票往往会变得更便宜，而昂贵的股票也往往会变得更昂贵。不过，它却是长期收益的决定性要素。因此，考虑到近期英国及欧洲本土市场已基本达到市盈率为10倍的资金抽回阶段，对长期投资者而言，这或许为他们提供了一个绝佳的切入点。
- 而更令人兴奋的消息是，在市场低位买进可以为耐心投资者的最大亏损设定一个上限。从历史上看，如果投资者在市场估值处于最低1/10范围内买进时，其10年期平均收益率始终为正。
- 不过，这就像凯恩斯所说的那样，“以真正长期预期为基础的投资在今天已经少之又少，以至于它似乎变成了不可能的事情。”但是在今天，绝大多数投资者似乎更关注自己的职业风险。因此，为评价他们面对的职业风险水平，我假设一位“价值”投资者在美国股市处于低位时买进股票，并对他的投资业绩进行检验。
- 我经常提到，大熊市往往会造就10倍左右的“格林厄姆＆多德市盈率”。因此，我们让这位假设的“价值”投资者在市场估值达到这个水平时买进股票。而检验结果则是对价值投资者挥之不去的诅咒——市场在突破10倍市盈率下限之后，继续下跌20%左右。不过这个过程的持续期并不长：买进时间平均只提前于市场达到谷底4个月。因此，承认自己不能精准定位谷底并不是什么不可饶恕的事情。此外，要让市场重新反弹至买进水平，我们只能耐心地再等上12个月的时间。
- 为了进行更有说服力的检验，我们把10倍市盈率的基准放松至13倍（这也是廉价股票的上限）。试验结果依旧如故：投资者依然会过早买进（以至于在买进之

㊀ 本文首次刊登于2009年3月12日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，只能眼巴巴地看着市场积蓄下跌17%），买进时间到市场达到低估的时间平均为9个月（这似乎不值得意外）。而市场恢复到买进价位的平均时间则是17个月。

- 我们必须承认，如果没有极端的运气，我们不可能精准抓住市场的谷底。市场估值能为我们决定何时重返市场提供一个极具价值的信号。务必在便宜时买进——如果不是现在，又是何时呢？

我最近曾多次著文指出，英国及欧洲股票市场均已达到进入资金抽回阶段的估值水平，这一市场形态将为长期投资者提供极具价值空间的机会。和以往一样，我始终不看好短期投资。

同样，我也多次谈到，在短期内，便宜股票往往会变得更便宜，而昂贵的股票也往往会变得更昂贵。但是，市场估值绝对是长期收益的决定性要素。

图34-1为既定市场条件下，实现不同10年期真实收益率的概率。其中，Y轴为真实收益率水平，X轴则是实现该收益率水平（或超过该水平）的概率。

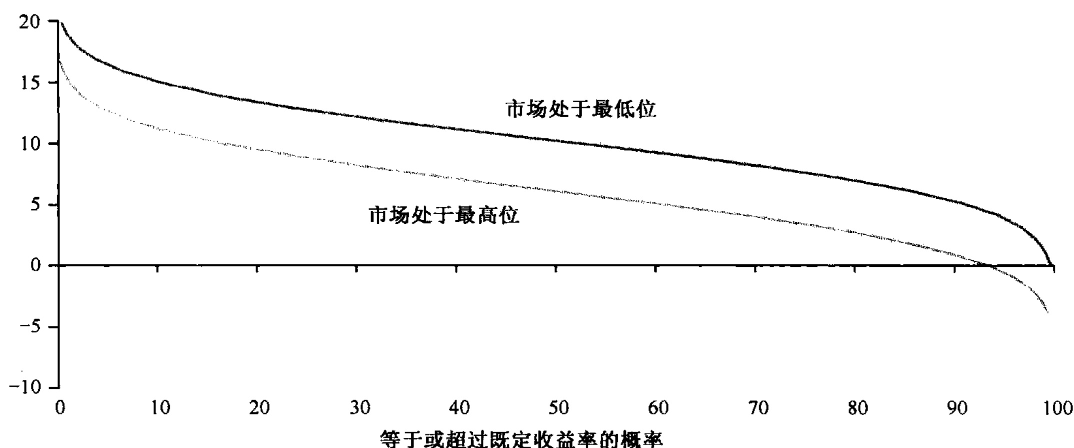


图34-1 实现10年期真实收益率的概率

资料来源：SG Global Strategy。

因此，当市场价位处于最便宜的1/10区间时（“格林厄姆 & 多德市盈率”在7～13之间），未来10年的年均收益率达到或超过10%的概率为52%。相比之下，如果在市场价位处于最高的1/10区间时（相当于“格林厄姆 & 多德市盈率”在20～34之间），未来10年年均收益率达到或超过10%的概率只有16%。

此外，图34-1还表明，在市场价位处于最低的1/10区间时买进，可以为长期投资者防范市场继续下跌提供保护。从历史上看，如果投资者在市场估值处于最低1/10范围内买进时，其10年期平均收益率始终为正。不过，在现实中，却很少有人会关心如此之长的期限。就像凯恩斯说的那样：“以真正长期预期为基础的投资在今天已经少之又少，以至于它似乎变成了不可能的事情。凡企图这样做的人，注定比那些试图凭借与众不同的猜测去猜测他人行为的人，要付出更多的精力，承担更大的风险。”

市场对价值投资者的诅咒昭然若揭——我们总是在市场高涨时过早卖出，在市场暴跌时买进。但是，在市场处于低位时买进，到底会给投资者带来何等的职业风险呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为评价他们面对的职业风险水平，我们假设你在两个不同的估值水平开始买进，看看你的投资到底会有怎样的结局。

我经常说，大熊市往往会造就10倍左右的“格林厄姆 & 多德市盈率”。因此，假设你在美国股票达到10倍收益率时买进，我们看看你的历史会发生什么。表34-1归纳了我的研究结果。我们可以看到市场对价值投资者的诅咒——投资者总是在市场达到最低点之前买进，而市场在突破10倍市盈率下限之后，会继续下跌20%左右。不过，这个下跌过程很快，从买进到跌至谷底的平均时间为四个月。当然，我确实希望能在市场处于最低位时买进，但我知道，永远也不可能发生这样的事（除非有极端的运气）。至于说等到市场重新反弹至买进水平，到底需要投资者具有怎样的耐心，就平均水平而言，一年时间就可以了。

表34-1 在“格林厄姆 & 多德市盈率”为10倍时买进

买进日期	买进至市场跌至谷底的下跌幅度 - %	买进至市场跌至谷底经历的时间 - 月	市场恢复到买进水平经历的时间 - 月
1917年9月	-16	3	18
1931年10月	-53	8	21
1942年3月	-4	1	3
1982年3月	-1	4	6
平均	-19	4	12

资料来源：SG Global Strategy。

当然，敏锐的投资者应该注意到，上述研究的样本量很小（只有四个）。但我还是想从另一个角度看看，在市场跌至“格林厄姆 & 多德市盈率”为13倍（这也是定义最便宜的1/10股票的上限）时买进会发生什么。不过，我们看到的依旧是市场对价值投资者的诅咒：市场在突破13倍市盈率之后继续下跌的平均幅度为17%（见表34-2）。可以预期的是，市场低位徘徊的时间则延长至9个月（这显然归结于采用了更高的PE）。我想说的是，这绝非灾难。我们到底应该拥有怎样的耐心呢？市场恢复到买进价位的平均时间则是17个月。

表34-2 在G&D PE为13倍时买进

买进日期	买进至市场跌至谷底的下跌幅度 - %	买进至市场跌至谷底经历的时间 - 月	市场恢复到买进水平经历的时间 - 月
1884年4月	-16	10	20
1907年1月	-6	1	3
1913年5月	-14	20	13
1917年1月	-29	11	28
1931年8月	-66	10	24
1937年11月	-12	5	50
1941年2月	-20	15	8
1949年2月	-5	5	23
1974年8月	-12	5	5
1977年1月	-5	6	6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

买进日期	买进至市场跌至谷底的下跌幅度 - %	买进至市场跌至谷底经历的时间 - 月	市场恢复到买进水平经历的时间 - 月
1981 年 5 月	-17	13	17
1984 年 2 月	-4	6	4
平均	-17	9	17

资料来源：SG Global Strategy。

我们把 10 倍市盈率的基准放松至 13 倍（这也是廉价股票的上限）。试验结果依旧如故：投资者依然会过早买进（以至于在买进之后，只能眼巴巴地看着市场继续下跌 17%），市场回复到我们这位假想价值投资者买进价位的平均时间为 17 个月。

这就像塞斯·卡拉曼曾说过的：

试图择时并等待底部的到来总是不乏诱惑性的（仿佛它的到来会无人不知），而多年以来的实践则证明，这种战略具有极大的弊端。历史上，市场处于最低谷和反弹期间的交易量极小，而当市场恢复稳定、经济开始复苏时，来自其他买家的竞争就会愈加激烈。另外，市场脱离底部的价值反弹过程往往异常迅速。因此，投资者应该学会在熊市的剧痛中持有仓位，并深刻意识到物极必反的道理：事情在好转之前，往往会变得更坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十五章

抓住便宜货——不是此时，更待何时？[一]

我此前曾多次指出，信用泡沫破裂造成的通缩以及政策反应带来的通胀压力让我感到精疲力竭。著名经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）始终坚信，通胀可以终止“债务—通缩”循环（debt-deflation spiral）[二]。克里斯蒂娜·罗默（Christina Romer）曾主张，“资产贬值后的货币供给迅速膨胀”终结了“大萧条”。以前，伯南克曾提出一系列以引入通货膨胀为目的的政策主张（尽管他最近的言论似乎弄错了对象）。我一直尝试构建一套能兼顾通胀和通缩或是能提供通胀保护的廉价保险政策。

- 尽管阿尔伯特和我在通胀和通缩问题上一直争论不休，但却始终没有见出分晓。两种观点各有利弊。面对这种不确定性，我决定还是回顾一下历史，看看大萧条到底是如何结束的。欧文·费雪（1929年，他错误地预测股票市场将进入“新时代”，而这个预测让他在金融界臭名远扬）研究了债务与通货紧缩的联动机制。他认为，只需要采用通胀政策，就可以终止通缩或者防止通缩。
- 克里斯蒂娜·罗默（奥巴马总统经济顾问委员会主席，“大萧条”问题专家）一直主张，是“资产贬值后的快速货币膨胀”终结了“大萧条”。她的研究为费雪的观点提供实证证据。以前，伯南克明确提出一套以零利率为基础的政策主张。但他最近却指出，“如果金融市场和银行不稳定，经济就不可能复苏”，这种说法似乎与罗默对20世纪30年代的看法截然相反，在罗默看来，“强化真实经济有助于改善金融体系的健康”。
- 如果摆脱当前经济危机在政治上最可行的办法就是引入通货膨胀，那么，我们就必须思考一下，如何让自己免受金融领域的意外灾祸。自2008年10月以来，我便开始主张一直三管齐下的策略——以现金作为抵御通缩的手段（并随时转化为合理的投资）、深度价值投资机会（同时涉足固定收益证券和股票）以及一整套廉价保险政策。
- 这些廉价保险政策不仅能兼顾通胀和通缩形势，而且也是防范通胀回归的保值工具。在前一类政策中，我们的手段就是美国的通胀保值国债（TIPS）和黄金。按照目前情况推论，TIPS在未来10年的平均通货膨胀率仅为1%，这似乎已经很低了。在通缩情况下，我已经可以收回本金。黄金在“竞争性贬值”（competitive devaluation）条件下的作用是不言而喻的，在这种情况下，它是唯一的硬通货；在通缩环境下，由于我们的金融体系随时都有可能分崩离析，因此，黄金同样是最保险的货币。

[一] 本文首次刊登于2009年3月19日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

[二] 资产迅速贬值引发偿债压力，进而形成通货膨胀的恶性循环。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 至于说作为通胀保值工具，我们则有股利互换、通胀互换（inflation swaps）以及欧洲个别的信用违约互换（CDSs）。前两种工具是应对通胀回归的廉价保护手段（实际上就是组合中深度价值部分的廉价股票）。而在经济衰退时，当固定汇率压力导致欧元区出现分裂时，第三种工具就会给我们提供一种保值方式。如果有人想公开脱离欧元，那么，西班牙和葡萄牙的CDSs就会崩溃。

阿尔伯特和我经常在会上指出，我们对通胀和通缩形势不敢说确信无疑。我以前曾说过，信贷泡沫破裂造成的通缩和政策反应带来的通胀压力，已经让我感到精疲力竭。当我们读到通货紧缩主张者的文章时，我们禁不住会点头称是，而后，当我们听到再通胀主张者的言论时，我们同样会感到略有同感。而每一方似乎都对自己的观点坚定不移。

相比之下，我们一直试图以开放的态度面对这个问题。阿尔伯特偏向于美国会出现日本式的结局，而我则倾向于形成通胀结局，但我们两个人都不敢对自己的判断确定无疑。

◇ 费雪及其“大萧条”的“债务—通缩理论”

面对这种不确定性，我决定回顾一下历史，看看大萧条到底是如何结束的。我最先想到的，就是欧文·费雪在1933年的《大萧条的债务通货紧缩理论》（*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*）[㊀]。费雪在1929年宣称股票将永久性地维持高价位，这或许是最让他在金融界丢面子的事情。不过，在对这次灾难性的误判醒悟之后，费雪开始反思大萧条过程。顺便提一下，他还是罗乐德斯（Rolodex）名片管理器的发明者。

在他的“债务—通缩理论”中，费雪定义了导致经济衰退的“两大决定性因素”：“最初的过度负债，以及随之而来的通货紧缩——简言之，罪魁祸首就是债务的过度泛滥及价格的过度波动。”他还进一步指出，

> 由过度负债引致的通货紧缩，又引申出新的债务，进而酿成更严重的通货紧缩。于是，每1美元未偿还债务膨胀为超过1美元的债务。因此，如果最初过度负债的规模足够大的话，债务清偿速度就会赶不上资产的贬值速度。在这种情况下，债务本身就无法得到清偿。尽管资产贬值可以压缩需偿还债务的美元金额，但这种抵消作用却远远抵不过美元的贬值速度，从而导致真实未偿债务的上升。

这就是说，债务—通缩已经演化成自我强化的恶性循环。

唯一的好消息就是，费雪对如何终结债务—通缩循环也给出了清晰的答案：

> 只需要让资产价格水平重新膨胀，使之恢复到平均水平并维持该水平，此时，未清偿债务对债务人来说出现减少，并由债权人负担其中一部分。这样，在经济上就有可能阻止或是预防经济萧条的出现……我强调的是……大萧条是可以通过通货的紧缩

㊀ 见 http://www.fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf。该文是《*Econometrica*》上我阅读过的少数文章之一！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与稳定而予以治愈和预防的。

对于费雪的解决通缩对策，最具讽刺意义的在于，或许只有把我们带进混乱的美联储[1]，才能把我们带出混乱。

◇ 罗默的“大萧条”教训

在阅读了费雪在20世纪30年代的这段分析之后，我最近又看到现任奥巴马总统经济顾问委员会主席克里斯蒂娜·罗默的一篇演说稿。罗默在学术界的声望源于她解释“大萧条”的原因，尤其是对终结“大萧条”的原因。在这次演说中，罗默总结了“大萧条”为当前形势提供的六个教训。

教训之一：小规模财政刺激政策作用有限

在发表于1992年的一篇文章中，罗默认为，财政政策并不是美国经济走出“大萧条”的决定性力量。这并不是因为财政刺激在本质上无效，而是因为所采取的财政规模不足。正如罗默所说的，“当罗斯福于1933年就任时，真实GDP低于其正常情况30%多……1934年，财政赤字的增长度达到GDP的1.5%”。

教训之二：即便利率接近零，信用扩张依然有助于治愈经济衰退

罗默认为，实际上，驱动货币扩张（金本位制度下货币体系的一个特点）的是财政部，而不是美联储。1933年4月，罗斯福宣布暂停美国兑换黄金，并对美元实行贬值。当美国在新高价位上恢复金本位时，黄金大量涌入美国，这就可以让财政部发行与美联储票据可互换的黄金（gold certificates）。正如罗默说的那样，“最终的结果，就是以货币和储备形式的货币供应在1933年到1936年期间年均增长了近17%”。罗默认为，这种“贬值带来的货币供应膨胀，打破了探索循环”——这也是支持罗默上述观点的实证证据。

教训之三：不要过早压制市场动力

货币供给膨胀似乎给真实经济带来了令人瞩目的增长：美国经济在1934年实现了11%的真实增长率，1935年增长9%，1936年继续增长13%。这诱使美国政府认为，一切都将繁盛如初。因此，到了1937年，财政赤字减少了美国GDP的2.5%。同时，美国政府收缩货币政策，罗默提到，“美联储在1936年和1937年分三步将储备金限额提高一倍”。由此，她得出结论：“1937年的政策错误转向，让大萧条又多延续了两年。”

教训之四：并肩而行的金融复苏及真实经济复苏

罗默指出了真实经济复苏和金融复苏之间密不可分的属性。这与我们的分析不谋而合：在债务通缩环境下，银行并不是真正的问题根源，它只是问题的表象之一。当前的美国政策似乎只是定位于“修复金融体系”，伯南克的言论足以说明这一点，“如果金融市场和银行不稳定，经济就不可能复苏”。这样的观点似乎有悖常理，在罗默看

[1] 见比尔·弗莱根斯坦（Bill Flecksenstein）的经典著作《格林斯潘的泡沫》（*Greenspan's Bubbles*）或约翰·泰勒（John Taylor）颇具启发性的论文“金融危机及政策反应：对危机根源的实证分析”（The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical analysis of what went wrong），见 http://www.stanford.edu? ~johntayl/FCPR.pdf，或阿尔伯特·爱德华兹对格林斯潘政策主张的相关评论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，“强化真实经济有助于改善金融体系的健康。银行利润从 1933 年的巨亏转变为 1935 年的暴利，并一直延续到‘大萧条’结束为止”。

当时，银行实现盈利似乎更能让投资者兴奋不已。坦率地说，如果一家银行在这种环境下不能报出利润，它就会受到投资者的鄙视和遗弃。尽管银行的盈利环境异常恶劣，但他们很少会因此而丧失流动性。如果你在今天开办一家企业，那么，开办银行显然是一个非常有诱惑力的选择。但是，历史上的惨痛教训决不可忘记。正如约翰·哈斯曼（John Hussman）指出的那样，“上一周，投资者还在为花旗集团前两个月的经营利润而激动万分，但是，这只能说明投资者很可能并没有完全理解‘经营利润’这个词的真正含义。或许花旗集团已经分崩离析，潘伟迪（Vikram Pandit，花旗集团首席执行官）已经在停车场里卖柠檬，但花旗依旧会报出一个漂亮的经营利润。”

教训之五：全球扩张性政策面临压力

考虑到当前的全球性经济衰退，罗默对竞争性贬值提出了一个非常有趣的观点：“放弃金本位，增加国内货币供给，是 20 世纪 30 年代世界各国经济先后步入复苏的关键性因素……这些举措共同造就了更低的全球（真实）利率……而不是仅仅把通胀从一个国家扩散到另一个国家。”

这也是阿尔伯特和我最近一直讨论的问题。我们一直在思考，竞争性贬值（从汇率角度看，它显然是一场零和游戏）是否能给本地货币供给带来足够影响，从而提高通胀预期，最终导致相关国家出现通缩。罗默本人似乎很赞同这种观点。

教训之六：“大萧条”必将永久性地离去

罗默归纳的第六个教训或许对投资者了解当今市场有所启发。她认为，“大萧条”终究要走到终点。正如罗默所言，“尽管财产损失令人扼腕，金融市场混沌不堪，信心的丧失更是几近彻底摧毁美国人对资本主义的基本信念，但经济最终还是走上复苏之路。实际上，1933 年到 1937 年期间的经济增长，已经达到人类历史上在非战争时期的最高点。如果美国不是在 1937 年像其他国家那样，采取令人窒息的遏制性经济政策……肯定会在“二战”爆发时实现完全复苏”。这不由得让我们联系到，蔓延于当下社会的无病呻吟或许毫无意义。

◇ 伯南克的政策选项

2000 年，伯南克在与日本政府官员的谈话，也是我们最后需要注意的一点。我曾在第三十二章里提到，伯南克在这次谈话中坦然承认通缩在高债务环境下对经济带来的巨大威胁，“与金本位之类的传统经济环境相比，零通胀或轻度通缩在当前环境下带来的威胁更大。因为现代经济比 19 世纪经济更依赖于信贷，尤其是长期信贷”。

显然，伯南克坚信，即便是在零利率市场条件下，货币政策也绝非一无是处。在本质上，他的观点是以套利理论为基础的（套利定价理论的创立者斯蒂芬·罗斯/Stephen A. Ross 曾说过，要把一只鹦鹉变成经济学家，只需要让它学会一个词：套利。在我看来，经济学家似乎更乐于用套利假设去否定一个解决方案。实际上，我在《行为投资学》的第 2 章里，已经对套利策略的失败，包括其原因和结果，进行了详细叙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述），因此，我们可以认为：

货币不同于其他政府债务，它不需要支付任何利息，而且偿还期无限。货币机构可以无限制地发行货币。因此，如果市场价格水平确实独立于货币发行量。那么，货币机构就可以用它们创造的货币购买无限多的商品和资产。而这又必将会破坏市场的均衡。因此，即便名义利率为零，货币发行量也必然会提高价格水平。

在这次讲话中，伯南克为政府货币机构设计了一套针对零利率对症下药的政策选项。首先是大幅度的货币贬值，这一点与罗默针对“大萧条”终止的分析如出一辙。其次是推行通货膨胀目标制（inflation target），以期在公众心目中重塑对中央银行推行通胀政策的预期。他提到的通胀率预期范围为3%～4%。

伯南克遏制通货紧缩的第三个法宝就是货币融资转移（money-financed transfer）。在本质上，就是以发行货币支持减税。显而易见，这就要求货币机构和财政机构之间协同一致，但是和日本相比，这样的情况美国显然更难以实现。最后，伯南克主张采用非标准的货币政策。简而言之，就是定性宽松政策及定量宽松政策。伯南克曾在多个场合提及回购政府债券的可能性——这也是英国正在采取的政策。

这些对策足以为我们提供一份未来政策取向的路线图。如果通缩压力上涨，我们应该预期到，将有越来越多的选项被剔除可行范围。需要提醒的是，我们并不是在讨论“如何修复金融体系”，重新吹起泡沫（这相当于为了让瘾君子恢复精神头而向他们提供可卡因）。费雪主张，通胀将侵蚀债务的真实价值；因此，它是我们走出目前困境痛苦最少的途径。政府能否制造这种轻微通胀还不得而知，他们创造通胀的能力同样无从知晓。如此不可预知的事情显然超出我的能力。

◇ 对投资的启示——廉价保险

霍华德·马克思（Howard Marks）最近曾指出，目前的投资决策必须关注于“价值、可获得性以及持续性”。这些因素也是我在2008年10月底提出的三要素方法的核心。

第一个要素就是现金。这也是过去几年市场缺少投资机会这一明显特征的产物；第二个要素是同时存在于债券市场和股票市场的深度价值机会；第三个要素则是廉价保险。在这个组合中，第三个要素的基本思想就是通过购买廉价股票（在理想情况下，它通常可以在很多国家予以偿付）。当然，需要注意的是，购买廉价股票也包含着通胀保值因素。

通胀/通缩保值工具之一：TIPS

在开始探讨这个问题时，我们首先想到的、同时最明显的通胀/通缩保值工具，便是美国的通胀保值债券（TIPS）。这些债券具有本金保值性质，因此，在通缩情况下，我依旧可以收回现金——这代表着相当于通缩率的真实收益率。当然，在通胀情况下，我可以实现相当于通胀保值债券利率和通货膨胀率之和的收益率（购买新发行TIPS可以避免招致通胀问题）。

在我最开始研究TIPS时，它们的收益率超过3.5%（见图35-1）。从此之后，其市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率便持续下跌，从而使得到10月底为止的10年期TIPS收益率为9%。10年期TIPS的当前收益率为2.1%，相比之下，10年期名义债券的收益率则是3%。这意味着，美国未来10年的预期年均通胀率仅为1%——如此低的通胀率同样让我感到不可思议。

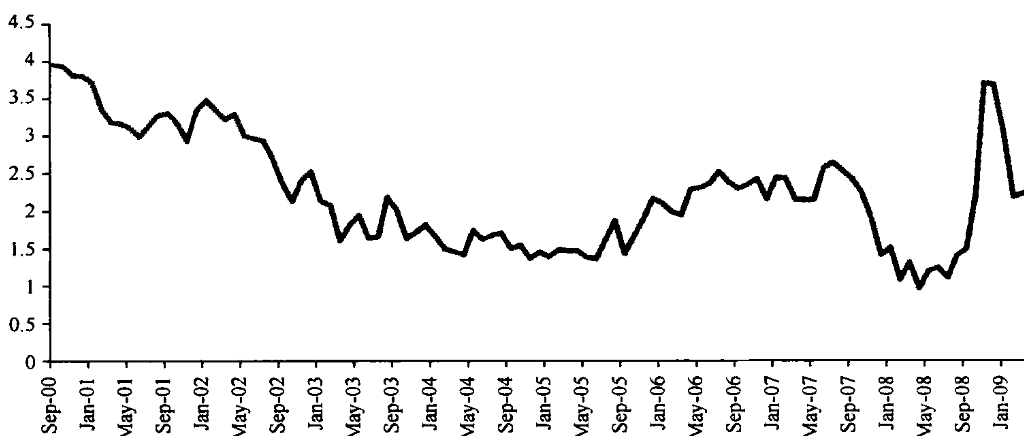


图 35-1 美国 TIPS 收益率（%）

资料来源：SG Global Strategy。

通胀/通缩保值工具之二：黄金

我在2008年10月底提出的第二种通胀/通缩保值工具是黄金。目前，我出于多种原因而关心黄金，但绝非因为它的名义内在价值：我对开采成本之外的黄金估值确实知之甚少。

但是，从保险角度看，黄金则不乏吸引力。最明显的是，在目前的竞争性贬值环境下，黄金是一种不可能贬值的通货。因此，它提供了一种规避此类“以邻为壑”政策的保值工具。在漫长的通缩环境下，由于我们的金融体系随时都可能分崩离析，因此，持有一种合适的货币替代品抵御这种灾难，显然不是个坏主意。

当然，大家目前都在谈论黄金（如果考虑到自2008年10月底以来，黄金已增值30%左右，这显然一点都不稀奇）——这的确让我感到皇恐不安。不过，机构对黄金持有量显然是非常有限的，因此，尽管黄金可能会成为越来越吸引散户投资者和市场嗅觉灵敏的对冲基金（比如Greenlight，Paulson，Third Point、Eton Park和Hayman）的资产类别，但主流机构依旧对黄金没什么胃口（见图35-2）。

通胀保险对策之一：股利互换

我们曾提到过，欧洲本土与英国的股利互换市场定价水平表明，其股利水平的下跌幅度足以让美国的“大萧条”时期也相形见细。因此，这样的价格水平预示着股利在本质上将永难恢复到以前水平。这让我感到极度悲观。

此外，股利与通胀率之间的关系极为密切。因此，股利互换似乎已经成为最典型的不良资产大甩卖，但这也不是没有好处——如果买进早已过期的互换产品（比我在2009年2月最初提到的时候增长7%左右）。对于我对股利互换的偏好，最常见的反证就是交易对手风险（counterparty risk）。不过，欧洲股利互换（见图35-3）的期货产品已经在证券交易所上市，这显然存在交易对手问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 35-2 黄金（美元）

资料来源：SG Global Strategy。

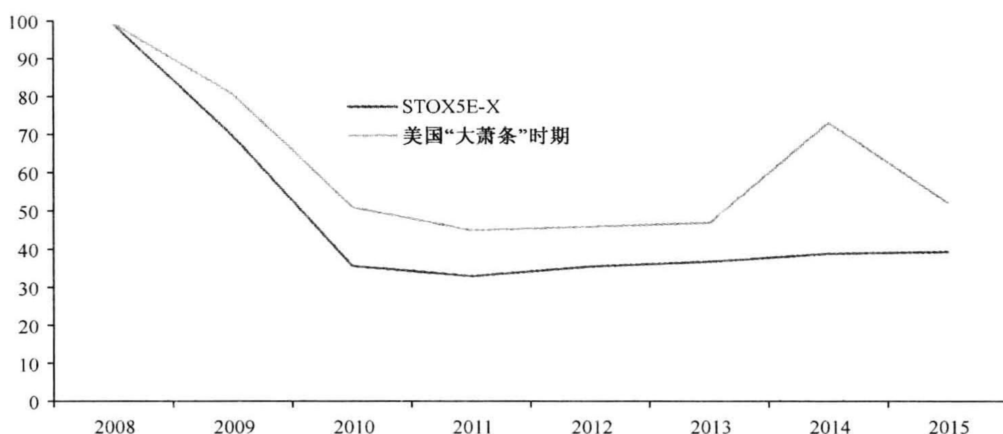


图 35-3 股利互换（以 2008 年为基点 = 100）

资料来源：SG Global Strategy。

通胀保险对策之二：通胀互换

第二种纯粹意义上的通胀保值根据来自通胀互换市场。图 35-4 和图 35-5 为依据未来 10 年零息 CPI 增值建立互换产品所需要的零息固定利率。我第一次研究美国版的日本时[一]，这一数字仅有 1.5%。时至今日，尽管增幅不大，但还是上涨到了 2.3%。

但是，世界上最便宜的通胀互换似乎还是日本的通胀互换。其利率仅为 -2.5%。这让我感到惊叹，无论是美国通胀互换还是日本通胀互换，它们都是目前最低廉的通胀保险产品。不过，对于这些期限较长的互换交易，交易对手显然还是最重要的影响因素。

低于欧元区解体的保险产品：西班牙 CDS 和葡萄牙 CDS

保险政策的最后一个要素事关欧元区的解体。在竞争性贬值蔓延全世界的环境下，欧元区是否能继续承受压力尚不得而知。而世界上依旧实施金本位的主要地区之一就是欧元区。就像阿尔伯特在客户见面会上说的那样，欧元区能否岿然不动，更多地取决于经济现实，而不是政治利益（我们将在下文谈论阿尔伯特这一观点的原因）。

[一] 即通缩。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

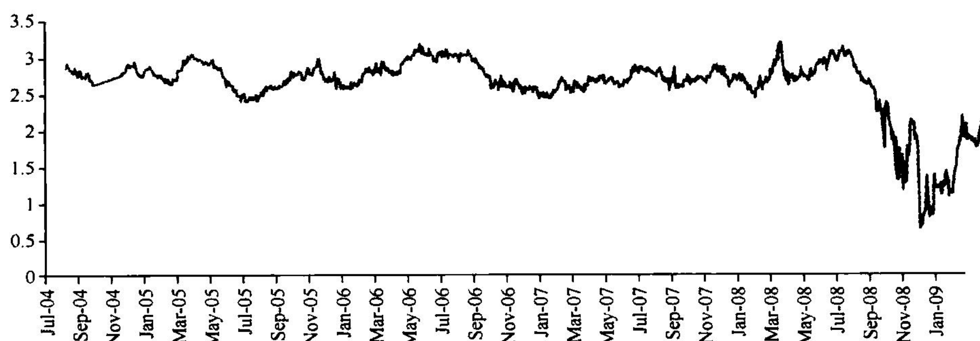


图 35-4　美国的 10 年期通胀互换

资料来源：SG Global Strategy。

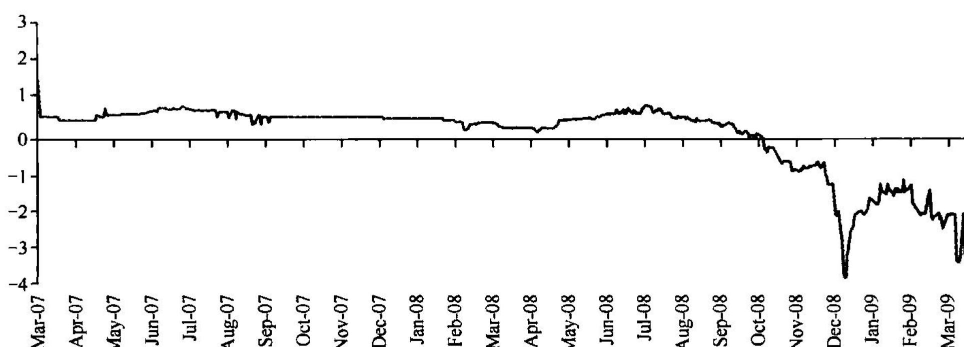


图 35-5　日本的 10 年期通胀互换

资料来源：SG Global Strategy。

为规避这种风险（或是提高对这种风险的认知程度），最自然的工具来源于 CDS 市场（见图 35-6）。只要有一个国家公开宣称将脱离欧元区，那么，他们的 CDS 利差就会直线暴增。我觉得很难相信葡萄牙和西班牙 CDS 的利差会低于英国的 CDS——因为我们可以随心所欲地印制钞票（而且我们已经这样做了）。

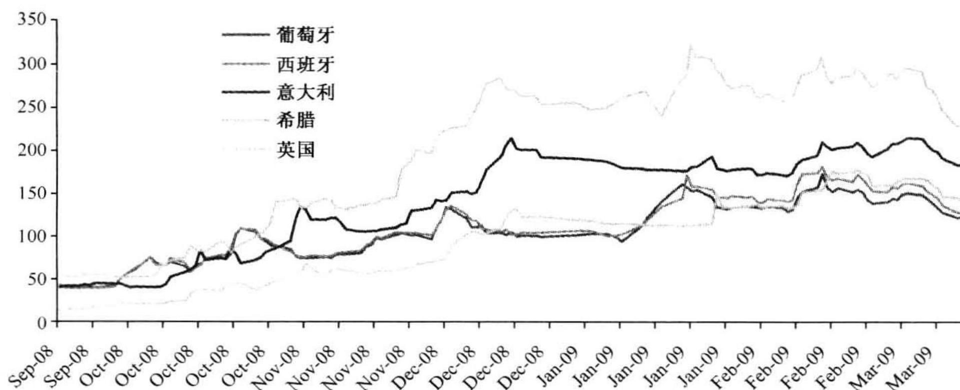


图 35-6　5 年期主权国家 CDS

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十六章

价值投资者遭遇顽固不化的卖空者：估值之争[㊀]

我最近发布的看涨性投资推荐表明，我们的服务对象由两类相互独立的客户群构成。我们可以把其中一组准确地定义为“价值投资者”，而把另一组被称作“顽固不化的卖空者”或许更恰当。第一组与我的想法相一致：估值下跌蕴涵着更多的投资机会。而第二组则认为我的估值指标过于泛泛。他们尤其认为，以“格林厄姆＆多德市盈率”（G&D PE）采用的10年期收益已被高估。自上而下和自下而上式分析得到的检验一致发现，这种指责毫无根据。

- 几年之前，经常有人告诉我，“格林厄姆＆多德市盈率”会导致市场估值偏高，因为它采用的10年期收益不能反映长期的高市场成长率。但现在却有人告诉我，我的指标人为低估了市场，因为过去10年的盈利已被高估。我认为，这种转变更多地反映了市场情绪，而不是市场估值。
- 为检验顽固卖空者的观点，我决定对自己最偏爱的估值指标进行一次有效性检验。而最简单的检验，就是分析真实收益对以往10年收益趋势的偏离度。根据我们的衡量，S&P500指数对市场趋势的平均偏离度为－1.4%（趋势估计的起点为1950年）。由于过去10年经历了暴涨暴跌，因此，我们采用G&D PE的平均值剔除了周期性的极端因素。
- 对G&D PE进行稳健度测试的第二种方法，就是采用期限更长的移动平均法计算收益值。当然，移动平均涵盖的期限越长，过去10年的权重就越低。于是，我们依据20年和30年的移动平均收益计算“格林厄姆＆多德市盈率”。对比当前的“格林厄姆＆多德市盈率”与其长期平均值，我们会发现，其变动极其有限。最乐观的估计表现为5%的低估，而最保守的估计则造成2%的高估。实际上，它们均表明，美股市场基本围绕其公允价值波动。
- 作为这种估值法稳健度检验的最后一种手段，我们从自下而上的角度对正规收益（normalized earning）进行了检验。为此，我们计算出过去10年的权益回报率（ROE）均值和中值，然后再乘以当前账面值。按平均ROE得到的S&P500指数每股收益（EPS）约为50美元（与自上而下分析指标得到的数字完全一致）；按此方法得到的金融业ROE为1.2%。而按权益回报率中值得到的结果则高达每股79美元。
- 当然，金融业不可能再度实现曾经达到的权益回报率巅峰——19%。不过，即使

㊀ 本文首次刊登于2009年4月28日的《Mind Matters》。版权归法国兴业银行集团所有。文章所引用资料以发表时市场数据为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们将权益回报率减少到这个数字的一半，再把账面值缩减25%，计算出的S&P500指数每股收益依旧可以达到67美元。只需粗略估计，我们就可以发现，每股收益的下跌不仅仅存在于金融业，能源、材料、工业和非必需消费品、IT及电信业的权益回报率均亦减半，因此，我们依旧可以得到48美元的每股收益。我想说的是，所有这些指标均表明，“格林厄姆 & 多德市盈率”是一个有效、稳健的估值指标。

对一个始终强调卖空的人来说，看涨这个领域确实有点稀奇古怪，但我最近的研究却显示，阿尔伯特和我的客户对象恰恰相反。我们可以把一组定义为“价值投资者”，第一组接受我的观点——估值下跌蕴涵着更多的投资机会。把另一组称作“顽固不化的卖空者”或许更恰当。他们很难接受我的估值方法。

后一组在发给我的邮件中指出，我的估值指标高估了正规收益，因此，我的看涨观点是错误的。这与前几年的情形大相径庭，那时，经常会有人斩钉截铁地告诉我，我们采用的“格林厄姆 & 多德市盈率”的这一估值指标过于粗糙，忽略了股票的成长率。我隐约地感觉到，这或许可以让我们对当前市场情绪有所感悟（见图36-1）。

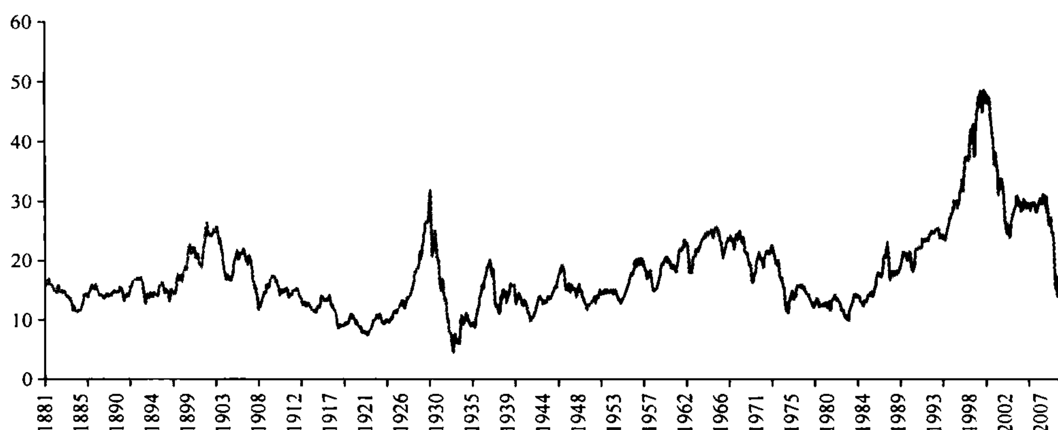


图36-1 S&P500指数的“格林厄姆 & 多德市盈率”

资料来源：SG Global Strategy。

面对这些指责，我一直思考采用什么检验方法，看看我最偏爱的“格林厄姆 & 多德市盈率”是否存在不恰当的偏见。这些顽固卖空派的基本要点，就是过去10年的收益因杠杆的采用而被明显高估（尤其是金融业）。

我一直非常赞同这种观点。毕竟我一直喜欢用图36-2这样的图表说明周期性极端因素导致2007年收益水平出现畸高现象。但是，如果回顾过去10年的情况，我们就会发现，实际收益率对市场趋势的平均偏离度为 -1.4%。考虑到过去10年中经历的暴涨暴跌，“格林厄姆 & 多德市盈率”的平均值有利于剔除周期性的极端因素——即科技股的暴跌及当前的金融危机，从而抵消网络泡沫和信贷泡沫造成的超高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

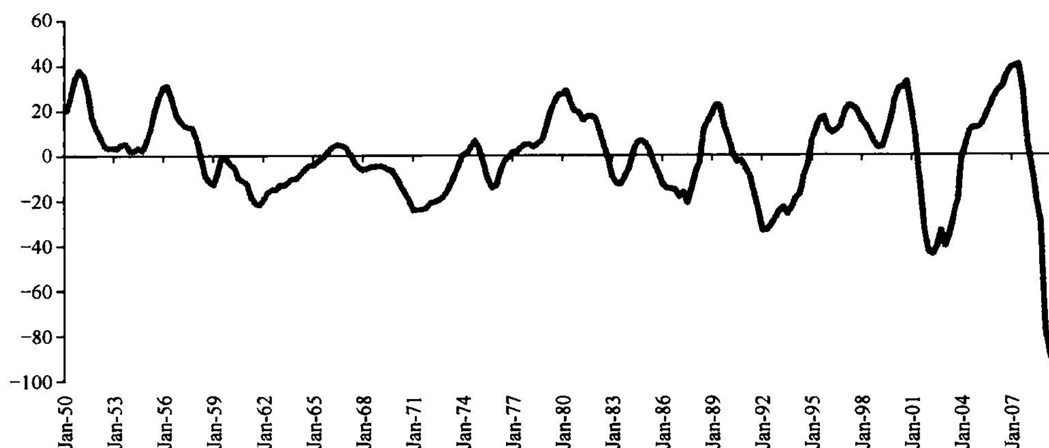


图 36-2　美国 S&P500 收益对市场趋势的偏离度

资料来源：SG Global Strategy。

自上而下的有效性检验

格林厄姆和多德在 1934 年编写《证券分析》时，他们的观点完全一致。实际上，我们之所以主张以“5 年、7 年、最好是 10 年”的收益计算市盈率（PE），就是想规避经营周期的波动性。

我们可以相同的思路，通过调整计算“格林厄姆 & 多德市盈率”采用的移动平均时间长度，分析市场估值水平是否发生明显变动。如果确有明显变化，这就足以说明最近 10 年的收益不同寻常。图 36-3 为根据标准的 10 年期平均收益得到的“格林厄姆 & 多德市盈率”，同时辅之以根据 20 年期平均收益或 30 年期平均收益得到的其他两个“格林厄姆 & 多德市盈率”。

只需大体看看图 36-3，我们就会发现，各指标之间差别极微（见表 36-1）。这有力地证明了，10 年期平均收益并没有像顽固卖空派所说的那样被严重高估。

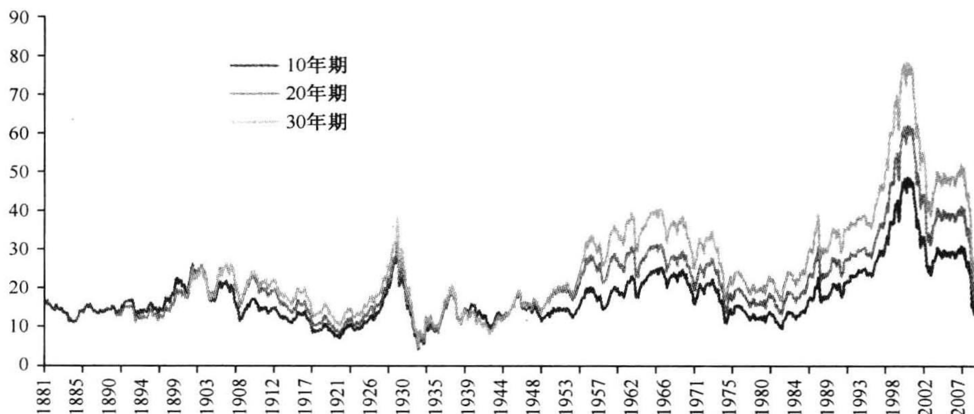


图 36-3　按不同时间段计算的 S&P500 指数“格林厄姆 & 多德市盈率”

资料来源：SG Global Strategy。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 36-1 不同时间段的 S&P500 指数 "格林厄姆 & 多德市盈率"

	平均值	中值
10 年期	18.0	17.0
20 年期	22.0	22.1
30 年期	27.0	27.6

资料来源：SG Global Strategy。

◇ 正规化收益：自下而上式分析

和大多数情况一样，我发现，以自下而上的角度看问题更有助于澄清混淆，因此，我决定从这个角度研究一下正规化收益（normalized earnings）[⊖]这个问题。我们计算了 S&P500 指数中各成分股在过去 10 年内的权益回报率（ROE）均值及中值。表 36-2 为各板块的分类权益回报率。

表 36-2 S&P500 指数中各成分股在过去 10 年内的 ROE 均值及中值

	平均值	当前值
能源	16.5	18.1
材料	14.1	10.8
工业	24.7	28.2
非必需消费品	18.7	5.7
必需消费品	30.4	188.7
健康医疗	18.7	19.9
金融业	18.2	1.2
IT	43.2	67.2
电信	22.4	-4.8
公用事业	11.9	12.0

资料来源：SG Global Strategy。

为了获得收益值，我们再乘以当前账面值。表 36-3 为由此方法得到的收益值。因此，从自下而上的角度出发，由以往 10 年平均 ROE 及账面价值得到的正规化每股收益（EPS）约为 50 美元（这与采用 10 年期大盘平均收益得到的数字完全一致）。需要注意的是，按此方法得到的金融业 ROE 极低，仅为 1.2%（归结于最近的信贷危机）。

表 36-3 S&P500 指数中各成分股在过去 10 年内的 ROE 均值及中值

板块	采用 EPS 平均值	采用 EPS 中值
能源	11.9	13.1
材料	1.2	1.7
工业	6.9	7.1
非必需消费品	10.4	4.6
必需消费品	4.9	9.1

⊖ 去除景气大好与大坏时的利润之后，所算出正常状况下的盈利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

板块	采用 EPS 平均值	采用 EPS 中值
健康医疗	9.0	10.0
金融业	-10.2	18.6
IT	10.6	9.1
电信	2.2	2.6
公用事业	3.2	3.1
大盘 EPS	50.1	79.0

资料来源：SG Global Strategy。

但是，平均值可能无法让我们对正规收益作出最合理的估计，因为平均值很容易受到极端因素的干扰。因此，我又按 ROE 中值进行了计算。采用这种方法得到的结果则高得多，每股收益达到 79 美元。

当然，或许就像强硬卖空派指出的那样，这种方法采用的 ROE 中值估计和账面价值估计未必精确。显然，金融业似乎很难重现过去 10 年曾经达到的权益回报率巅峰——19%。此外，采用账面价值也可能造成收益的高估。正如我经常指出的那样，账面价值也有可能误导我们的预测。如图 36-4 所示，在“大萧条”期间，金融业的账面价值实际已经折半。

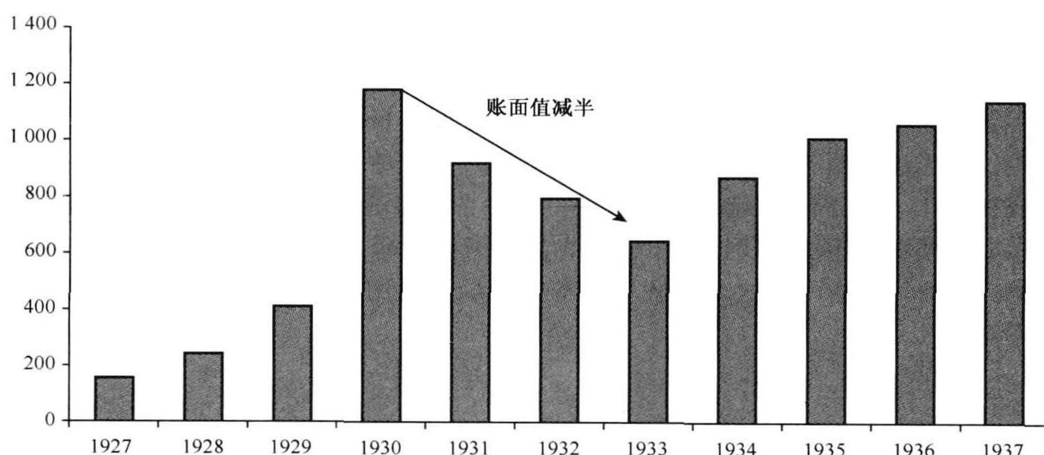


图 36-4 美国金融业——“大萧条”期间的账面价值

资料来源：SG Global Strategy。

到本次金融危机为止，金融业的账面价值已再次萎缩 25%。为说明金融业对企业正规收益的影响，我们将账面价值在现有基础上继续贬值 25%，并把权益回报率减半为只有 9%。这让每股收益从 79 美元下跌至 67 美元（但依旧高于我们在自上而下分析中采用的 50 美元）。

不过，仅仅以金融业为例显然不足以说明问题。由此，作为一种压力测试（发生时间越近，权重越大），我决定将能源、材料、工业和非必需消费品板块的 ROE 中值减半（但我也承认这样做有随意的成分，但与金融业分析方法不同的是，我假设这些板块的账面价值不变）。我之所以选择这几个板块，是因为它们对美国消费者的去杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势及增长放缓的总体经济形势反应灵敏。

表 36-4 为上述经济形势对 EPS 造成的影响。由此得到的正规化公司收益约为 50 美元——这与自上而下式分析得到的结果不谋而合。

表 36-4 自上而下式分析得到的 EPS

板块	EPS
能源	6.6
材料	0.8
工业	3.6
非必需消费品	2.3
必需消费品	9.1
健康医疗	10.0
金融业	7.0
IT	4.6
电信	1.3
公用事业	3.1
大盘 EPS	48.2

资料来源：SG Global Strategy。

◇ 结论

尽管顽固卖空派对当前市场顾虑重重，但无论是自上而下式分析还是自下而上式的检验，都无法证明“格林厄姆 & 多德市盈率”采用的 10 年期收益被严重高估。

我在 2003 年得到的最惨重教训就是，认为自己知道的比模型能告诉我的更多，这绝对是非常糟糕的想法。我担心，那些认为“格林厄姆 & 多德市盈率”之类的指标不合理的人就有可能会陷入这个误区。我本人会继续采用这种方法，并以此控制我对市场的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VALUE INVESTING

价值投资

通往理性投资之路

詹姆斯·蒙蒂尔把他对行为投资的深邃领悟和价值投资的经典原理合二为一。他的书总能让我们百读不厌，发人深省，总能让我们思绪万千，但最重要的是，他总能一语道破天机。

——爱德华·钱思勒（EDWARD CHANCELLOR），著有《与魔鬼同行：金融投机史》（*DEVIL TAKE THE HINDMOST: A HISTORY OF FINANCIAL SPECULATION*）

和他的每周专栏一样，詹姆斯·蒙蒂尔的《价值投资：通往理性投资之路》一书同样是所有学习金融市场学学生的必读之物。蒙蒂尔以简练深邃的剖析，批驳了"有效市场假说"，阐明了行为金融学的有效性，并解释了投资过程和投资结果之间的基本差异。蒙蒂尔通过敏锐的洞察力和轻松幽默的语言，用铁一般的事实依据诠释了自己的主张。建议您为自己和您身边关心自己资本的每个人买下这本书！

——塞斯·卡拉曼（SETH KLARMAN），BAUPOST集团有限责任公司董事长

詹姆斯的这本最新力作，绝对是难得一见的好书，不可不读。它以幽默诙谐、妙趣横生的风格，把严谨的学术研究和稳健的实务操作融为一体。更重要的是，它用发生在我们身边的现实案例，让深奥晦涩的理论变得通俗易懂，而不需要用复杂难懂的高等数学作为分析工具。我建议每个人都应该认真阅读和研究这本精彩纷呈的好书。我的学生人手一本《价值投资：通往理性投资之路》。

——马克·库珀（MARK COOPER），欧米茄顾问基金(OMEGA ADVISORS)合伙人及哥伦比亚商学院助理教授

数不胜数的证据告诉我们，传统的长期投资必须以不可动摇的价值取向与合理的投资秉性为基础，但是在实践中，这些成功所必需的品质却常常被行为和动机上的偏见而玷污。价值投资和行为投资领域的泰斗——蒙蒂尔，将在本书中告诉我们传统投资定式错在何处，并为我们开辟一条通往投资成功的道路奠定了坚实路基。看一看《价值投资：通往理性投资之路》，谨记他的教诲，您就会在这条道路上无往不胜。

——迈克尔 J. 莫布森（MICHAEL J . MAUBOUSSIN），莱格·曼森资产管理公司（LEGG MASON CAPITAL MANAGEMENT）首席策略师，著有《三思而行：利用反直觉的力量》（*THINK TWICE: HARNESSING THE POWER OF COUNTERINTUITION*）



Copies of this book sold without a Wiley stickeron the cover are unauthorized and illegal.

上架建议 金融投资

ISBN 978-7-111-33550-4

地　址：北京市百万庄大街 22 号　邮政编码：100037
电话服务　网络服务
社服务中心：(010) 88361066　门户网：http://www.cmpbook.com
销 售 一 部：(010) 68326294　教材网：http://www.cmpedu.com
销 售 二 部：(010) 88379649　封面无防伪标均为盗版
读者服务部：(010) 68993821





www.wiley.com

定价：58.00元

